

UNIVERSITÉ DE PARIS
FACULTÉ DE DROIT

ESSAI SUR LES
THÉORIES MONÉTAIRES
CONTEMPORAINES

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT
SOUTENUE LE LUNDI 27 MAI 1935
PAR
LOUIS MABILLE DE PONCHEVILLE

JURY :
PRÉSIDENT : M. ROGER PICARD
SUFFRAGANTS : MM. AFTALION
BAUDIN



LIBRAIRIE DU RECUEIL SIREY
22, RUE SOUFFLOT, PARIS

ESSAI SUR LES
THÉORIES MONÉTAIRES
CONTEMPORAINES



Digitized by the Internet Archive
in 2026

UNIVERSITÉ DE PARIS
FACULTÉ DE DROIT

ESSAI SUR LES
THÉORIES MONÉTAIRES
CONTEMPORAINES

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT
SOUTENUE LE LUNDI 27 MAI 1935
PAR
LOUIS MABILLE DE PONCHEVILLE

JURY :
PRÉSIDENT : M. ROGER PICARD
SUFFRAGANTS : MM. AFTALION
BAUDIN



LIBRAIRIE DU RECUEIL SIREY
22, RUE SOUFFLOT, PARIS

*La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les
thèses; ces opinions doivent être considérées
comme propres à leurs auteurs.*



ESSAI DE SYNTHÈSE DES THÉORIES MONÉTAIRES

INTRODUCTION

Les questions monétaires ont fait depuis vingt ans l'objet de tant d'écrits qu'il peut paraître inutile de leur consacrer un nouvel ouvrage. Leur étude semble absorber aujourd'hui toute la pensée des économistes, alors qu'elle ne donnait matière avant 1914 qu'à un chapitre assez restreint de la science des richesses. Il ne faut point s'étonner cependant de leur importance actuelle. La monnaie est essentiellement un instrument de mesure, et s'il est inutile de dissenter longuement sur les qualités intrinsèques d'une mesure quand elle est stable, ses variations, quand elles surviennent, engendrent assez de bouleversements pour fournir ample matière à discussion.

Avant 1914 la monnaie comme les peuples heureux n'avait pas d'histoire, ou du moins son histoire était assez lointaine pour que le grand public l'ignorât et que les économistes jugeâssent inutile d'insister longuement sur le chapitre périmé des mutations monétaires. Les troubles de la monnaie n'évoquaient à l'esprit d'un Français moyen que les souvenirs d'un passé lointain où se confondaient Philippe le Bel, Law et le Directoire. Ils paraissaient dans le présent l'apanage de certains pays éloignés, à l'économie naissante et au crédit

douteux. La guerre mondiale fit renaître ces phénomènes et infligea aux monnaies réputées les plus saines des tribulations imprévues. Elle permit à nouveau de constater que le problème des mutations monétaires domine celui des prix, et comme les prix règlent non seulement la circulation, mais encore la production, la répartition et la consommation des richesses, l'étude de la monnaie acquit la place prépondérante que l'on sait. Ses variations engendrent en effet autant de bouleversements dans l'économie politique que l'instabilité du mètre-étalon en produirait dans les sciences mathématiques. Elles permettent d'apprécier l'importance souvent méconnue de la fonction monétaire. La monnaie est en cela semblable aux femmes, que la chronique ignore tant qu'elles sont les gardiennes discrètes du foyer, mais dont le nom est sur toutes les lèvres quand leurs dérèglements menacent l'honneur des familles.

Le mouvement d'idées qu'ont provoqué les phénomènes monétaires de notre temps a permis de découvrir un fait nouveau d'extrême importance et a attiré l'attention sur des lois mal connues. Le fait nouveau c'est le développement, à côté des espèces métalliques et du billet de banque, d'un nouveau genre de monnaie fiduciaire, le crédit à vue transmissible à volonté. C'est en Angleterre d'abord, où la plupart des paiements se font par chèque ou virement, que la fonction monétaire des dépôts en banque devint évidente, et c'est à un Anglais, M. Hartley Withers que revient le grand honneur d'avoir un des premiers apporté sur cette matière de réelles clartés. Quant aux lois encore obscures dont nous parlions ce sont celles qui déterminent les relations de la monnaie et des prix. L'histoire économique avait déjà permis de les entrevoir, mais les événements contemporains ont rendu possible des observations plus précises.

Chose singulière, ces données nouvelles et les travaux scientifiques auxquels elles ont servi de fondement ne semblent

pas avoir abouti à l'édification d'une doctrine cohérente et généralement admise. On a constaté l'élargissement sensible du domaine monétaire sans parvenir à le délimiter avec précision ni à discerner exactement les formes du crédit qu'il comprend et celles qu'il ne comprend pas. On a noté certaines coïncidences entre les variations du stock de monnaie et les mouvements généraux des prix, sans pouvoir se mettre d'accord sur l'existence d'une relation de cause à effet entre ces deux phénomènes ni sur le sens du rapport de causalité, s'il existe : les uns ont vu dans les variations monétaires le facteur déterminant de la hausse ou de la baisse des cours ; les autres au contraire ont considéré la monnaie comme un élément passif dont le volume s'enfle ou se contracte selon les mouvements généraux des prix. Comme il est logique, l'accord qui n'avait pu se faire sur les prémisses de la science ne s'est pas davantage réalisé sur ses conclusions, et les économistes les plus savants ont pu conseiller aux hommes d'Etat les politiques monétaires les plus diverses : la lutte entre l'or et le billet non convertible, entre la monnaie stable et la monnaie dirigée, se poursuit sous nos yeux, et non pas seulement dans le cabinet des théoriciens.

Ces contradictions réjouissent les sceptiques — et ils se nomment légion — qui les considèrent comme une preuve d'impuissance de l'économie politique. On trouve pourtant de semblables désaccords dans toutes les sciences morales et politiques, sans qu'on puisse pour autant contester sérieusement l'ensemble de leurs résultats. Ils s'expliquent par deux raisons maintes fois exposées, mais sur lesquelles il nous paraît nécessaire de revenir : d'une part il est impossible dans ce genre de sciences, en raison de leur objet, de procéder à des expériences décisives et dûment contrôlées ; d'autre part elles touchent de trop près aux intérêts et aux passions humaines pour que ceux qui les étudient puissent toujours conserver la sérénité nécessaire. La solution des problèmes économiques

serait certes plus facile si l'on pouvait isoler un facteur et constater son action avec certitude, toutes choses étant égales d'ailleurs, comme on le fait en chimie. Toute discussion cesserait sur les rapports de la monnaie et des prix si l'on pouvait en quelque sorte arrêter la vie économique, stabiliser à la fois la production, la consommation, l'état d'esprit des acheteurs et des vendeurs, et, dans ce milieu figé, faire varier les quantités d'or, de billets ou de crédits en circulation ; on démontrerait alors avec une certitude mathématique la vérité ou la fausseté de la théorie quantitative et l'on mesurerait exactement l'action de chaque espèce de monnaie. Dans l'impossibilité de procéder à ces expériences, il faut renoncer à fournir aux esprits géométriques les preuves absolues qu'ils réclament et se contenter de faire appel à l'esprit de finesse pour peser les arguments et pour choisir entre les thèses opposées.

Le voisinage trop étroit de la science pure et de ses applications dans la politique quotidienne n'entraîne pas de moindres inconvénients. Nous nous contenterons ici de citer M. Colson qui les a finement décrits.¹ « L'Economie politique, écrit-il, met en lumière les résultats fâcheux auxquels aboutiraient des mesures que les intérêts ou les passions de certaines gens réclament avec insistance dans tel cas particulier, elle montre que dans tel autre cas certains intérêts privés ne peuvent recevoir satisfaction sans que des intérêts plus généraux leur soient sacrifiés, que dans tel autre encore un sentiment généreux tend à égarer ceux qui s'y abandonnent sans réflexion..... Parmi les spécialistes eux-mêmes il en est beaucoup dont les conclusions sont influencées par les idées ambiantes : non seulement ils n'arrivent pas à guider l'opinion, mais trop souvent ils se laissent guider par elle. Quand les courants littéraires répandent certaines idées et surtout quand les mouvements politiques les

¹ COLSON. *Cours d'Economie Politique*, T. 1, p. 124. Paris, Alean 1915

rendent populaires, elles gagnent du terrain, même dans l'enseignement, un peu par l'effet naturel du goût du succès, beaucoup par suite de l'influence de l'opinion publique sur les esprits qui n'ont pas une grande fermeté et dont les idées n'ont pas encore complètement pris leur assiette ». Une telle disposition d'esprit se rencontre tout particulièrement dans les études monétaires. Par cela même que les variations de la monnaie peuvent modifier sensiblement l'actif et le passif des particuliers, ceux-ci se groupent pour réclamer soit la dévaluation, soit l'appréciation de la devise nationale, selon leur intérêt privé; ils réussissent parfois à influencer l'opinion des auteurs par leur propagande habile et apparemment désintéressée.

Malgré ces conditions défavorables, l'effort des économistes a obtenu des résultats certains. Ils ont dégagé un grand nombre de rapports qui, sans avoir la force inéluctable des lois physiques et mathématiques, sont vérifiées neuf fois sur dix par l'expérience, comme celles de la psychologie, de la sociologie ou de la médecine. On ne saurait les contester sous prétexte que des facteurs étrangers, qu'il n'est pas toujours facile de déceler, entravent parfois leur action. Elles sont vraies « toutes choses égales d'ailleurs » et c'est bien ainsi que l'entendaient les économistes classiques qui les ont énoncées. Elles sont même si communément admises que l'on oublie d'en parler. Les discussions dont les sceptiques tirent argument ne portent guère que sur les théories récentes, qui sont encore à démontrer, ou sur les principes d'application à déduire de la science pure. On pourrait, de la même façon, contester les résultats de la science physique sous prétexte que les savants ne sont pas d'accord sur la structure de l'atome et que les ingénieurs proposent pour un même emploi différents types de machines.

D'ailleurs, l'opposition des thèses économiques est souvent plus apparente que réelle, exception faite pour les systèmes

fantaisistes que le premier venu se croit en droit d'échafauder. Quand une théorie nouvelle est sérieusement construite, il est rare, même si elle paraît contredire les anciens principes, qu'elle ne contienne pas quelques parcelles de vérité. Elle ne fait souvent que mettre en valeur l'action d'un facteur encore inaperçu et peut se concilier avec les théories antérieures si l'on n'a pas le parti pris de tout révolutionner. Les phénomènes économiques sont infiniment complexes et ne peuvent, pour la plupart, être ramenés à une cause unique. On trouvera dans cet ouvrage maints exemples de thèses qui semblent au premier abord contradictoires, mais dont chacune éclaire un aspect du problème envisagé.

C'est dans la pensée de mettre au point les théories nouvelles et de les concilier dans la mesure du possible avec les notions déjà classiques que nous avons entrepris cet ouvrage. Nous avons donc, en quelque sorte, travaillé de seconde main, par le raisonnement plus que par l'observation personnelle, triant les matériaux que nous offrait le travail d'autrui et nous efforçant d'utiliser les meilleurs pour édifier un système cohérent. Nous avons d'abord tenté de découvrir derrière les apparences la nature profonde de la monnaie qui semble encore mal connue. De même que les chimistes contemporains recherchent, par delà les prétendus corps simples de Lavoisier, le principe unique de la matière et le secret de ses transmutations, de même il nous a semblé que c'est dans une étude de substance, dans une sorte de métaphysique de la monnaie que l'on trouverait la clef des problèmes qu'elle soulève. C'est l'objet de notre première partie, où nous étudierons la monnaie en elle-même sa définition, sa naissance, son développement et sa destruction, ainsi que les fondements de sa valeur. Nous examinerons ensuite le rôle que tient la monnaie dans la vie économique c'est-à-dire l'influence qu'elle peut exercer par l'intermédiaire des prix sur la production, l'échange et la

consommation des richesses. Après cette double étude d'ordre théorique, nous chercherons enfin à en tirer des conclusions pratiques, c'est-à-dire à définir les principes généraux de la politique monétaire.

C'est sans doute une grande ambition de notre part que de prétendre résoudre dans leur ensemble des problèmes sur chacun desquels la sagacité d'auteurs éminents s'exerce depuis de longues années. Aussi, nous n'avons point la présomption de croire que notre essai de synthèse résistera en entier aux remarques d'une juste critique et nous nous croirons payé de notre effort si quelques-unes de ses parties paraissent assez solidement assises pour servir de base à d'autres constructions de l'esprit.

PREMIÈRE PARTIE

MÉTAPHYSIQUE MONÉTAIRE

CHAPITRE I

MONNAIES ET FORMES MONÉTAIRES NATURE ET DÉFINITION

Le premier objet d'une étude approfondie de la monnaie doit être d'en donner une exacte définition, afin de circonscrire avec quelque précision le champ des recherches. Or, et il est singulier de le constater, la plupart des traités d'économie politique négligent de définir la monnaie. Ils se contentent d'en indiquer les fonctions, d'en décrire les différentes espèces, comme si le fait que la monnaie est universellement répandue dispensait de préciser le sens du mot. Ce sont pourtant les choses les plus connues qui ont le plus besoin d'être définies, car l'usage quotidien qu'on en fait accoutume l'esprit à n'en voir que les dehors sans réfléchir à leur essence. Tout le monde sait ou croit savoir ce qu'est un végétal ou un animal, et pourtant les biologistes croient devoir avant toute autre explication définir ces termes, ce qui est plus malaisé qu'il ne paraît, car les deux règnes se confondent à leur limite. Ainsi en est-il pour la monnaie : elle évoque, à l'esprit du premier venu une image très précise, celle d'une pièce d'or ou d'une vignette imprimée ; il semble qu'on ne puisse confondre cette richesse essentiellement fluide, qui n'est qu'un moyen, avec les biens

matériels moins aptes à la circulation, dont la jouissance est un but. A la réflexion, cependant des zones intermédiaires apparaissent, aux contours imprécis, dont on ne sait si elles relèvent ou non du domaine monétaire, parce que la substance de la monnaie est moins bien connue que ses apparences. Ainsi le lingot d'or brut n'est pas très apte à la circulation ; il peut néanmoins servir tel quel de moyen de paiement ; est-ce une monnaie ? Que penser à ce même point de vue des objets divers (coquilles, silex taillé, etc.), que les populations anciennes utilisaient comme instrument d'échange avant la découverte des métaux précieux ? Aujourd'hui encore certains peuples restés primitifs emploient au même usage des têtes de bétail, des briques de thé ou de riz, des barres de sel ou des fourrures. Les civilisés eux-mêmes ne règlent pas uniquement leurs transactions par des remises de monnaies officiellement reconnues. Ils ont souvent recours au chèque, aux virements de banque et, moins habituellement, à d'autres richesses ou signes matériels : aux bons à court terme émis par l'Etat, parfois aux titres de rente ou d'obligations, aux coupons. De nombreux fermages sont payables en blé comme l'étaient, sous le Consulat, les traitements des fonctionnaires. Bref les instruments d'échange possibles et utilisés dans la pratique sont infiniment nombreux, mais il est évident que leur usage plus ou moins accidentel ne saurait suffire à leur conférer un rôle monétaire. Avant d'aller plus loin et d'étudier la monnaie dans ses variations et dans son influence sur la vie économique, il est donc indispensable de trouver un critère qui permette de tracer avec quelque précision les limites de son domaine.

Or le mot monnaie possède en réalité un double sens et le défaut de définition adéquate provient de l'ambiguïté qui s'attache à ce terme. Pour le grand public, il désigne les pièces métalliques ou les billets de banque qui servent d'intermédiaire aux transactions et circulent ainsi de main en main.

Mais pour l'économiste ces objets ne sont dans chaque nation que les formes diverses d'une richesse immatérielle unique, qui est essentiellement *la monnaie* : c'est ainsi qu'on parle de la monnaie française, de la monnaie anglaise, allemande, etc... Pour la clarté de notre exposé, nous parlerons de *monnaies réelles* et de *monnaies de compte*, celle-ci étant la substance abstraite dont celles-là ne sont que les apparences. Nous commencerons par rechercher les notions essentielles qui nous permettront de définir la monnaie de compte.

C'est d'abord une richesse. Contrairement à l'opinion commune, nous ne basons point cette affirmation sur les services divers que peuvent rendre les figurations matérielles de la monnaie en dehors de toute opération d'échange, par exemple sur l'utilisation industrielle de l'or. Dans un chapitre ultérieur, nous rechercherons les causes de sa valeur et nous verrons si elle provient précisément de l'objet précieux qui la représente. Nous nous bornerons pour le moment à constater que la monnaie étant utile, rare, et par conséquent désirable, au sens économique de ces mots, est incontestablement une richesse.

Malgré les apparences cette richesse est immatérielle, car la valeur de la monnaie ne saurait être expliquée de façon adéquate par les qualités intrinsèques d'aucun des signes très divers, et pourtant interchangeables, qui la représentent. L'or lui-même, ainsi que nous le démontrerons plus tard, a la valeur de la monnaie plutôt que la monnaie celle de l'or. Nous pouvons donc conclure à l'existence d'une substance cachée qui communique sa force aux différentes formes monétaires, de même que Curie pût déceler la présence du radium grâce aux rayons émis par les minerais qui le contiennent.

On définit communément cette richesse immatérielle par sa fonction, qui est de servir d'intermédiaire aux échanges, de briser l'opération malaisée du troc en deux contrats simples, la vente et l'achat. Certains auteurs ajoutent que la monnaie

est en outre un instrument de mesure et de capitalisation des valeurs. Cette addition nous paraît inutile, car ces deux nouvelles fonctions se confondent avec la première. Si en effet un rapport numérique appelé prix doit pouvoir aisément s'établir entre la valeur de la monnaie et celle de toute autre marchandise, c'est uniquement pour faciliter les transactions; et c'est encore pour rendre possible la décomposition du troc dans le temps, et non pas seulement dans l'espace, que la monnaie doit conserver toute sa valeur entre le moment où elle la reçoit et celui où on la dépense. Nous dirons donc simplement qu'on demande à la monnaie d'être un commode instrument des échanges, ce qui implique une valeur aussi stable qu'il est possible.

Mais il ne suffit pas pour être monnaie qu'une richesse quelconque soit apte à remplir la fonction monétaire. Encore faut-il qu'elle obtienne l'agrément général, qu'elle soit l'instrument habituel des échanges. Le choix du public peut s'exercer entre diverses monnaies possibles et il pourrait théoriquement en employer plusieurs selon le lieu et les circonstances. Mais en fait, sur un même territoire national, il n'en utilisera guère qu'une et adoptera celle que l'Etat aura définie et revêtue de son investiture. L'Etat joue donc dans le choix d'une monnaie un rôle prépondérant, qui s'explique par plusieurs raisons.

D'abord, l'Etat accorde à la monnaie qu'il adopte un privilège juridique d'ordre général, en soustrayant les contrats où elle intervient au droit commun des échanges, pour la soumettre au régime plus souple de la vente, qui facilite les transactions. Ensuite, il définit ses différentes formes, du moins ses formes officielles, d'une façon assez claire et assez précise pour que les matérialisations de la monnaie ne puissent faire l'objet d'aucune contestation sérieuse. Enfin, la double étendue du domaine de l'Etat, étendue morale puisqu'il intervient à

tout instant dans la vie économique et financière, étendue physique puisqu'il est représenté sur tous les points du territoire, rend extrêmement commode l'emploi de la monnaie qu'il a choisie, qu'il accepte partout en paiement des impôts, qu'il remet à ses fournisseurs et à ses créanciers, qui peut enfin, par voie d'extension, servir à toutes les transactions, quel que soit l'éloignement des contractants et des marchandises échangées. Ces avantages sont tels qu'ils assurent à l'unité monétaire officielle l'assentiment général du public et un monopole de fait.

Nous pouvons donc dire que la monnaie d'une nation est une, non pas seulement parce que ses différentes formes sont interchangeable, ce qui est une nécessité de principe, mais encore parce que la monnaie choisie par l'Etat jouit d'une supériorité qui lui assure l'agrément général de ses ressortissants. Presque tous les contrats faits sur le territoire français sont stipulés en francs, de même qu'ils sont basés en Grande-Bretagne sur la livre sterling. Toutefois l'emploi d'autres monnaies n'est pas absolument impossible : si la devise nationale perd à certain degré la qualité monétaire essentielle, qui est la stabilité, l'habitude peut s'établir de contracter en toute autre richesse qui paraîtrait mieux appropriée aux besoins des échanges ; c'est ainsi qu'on a vu, au cours de chaque période d'inflation, se multiplier les contrats libellés en devises étrangères ou même en une marchandise quelconque, telle que le blé, choisie comme étalon provisoire. Ces cas sont heureusement assez rares et ils sont d'ailleurs sans influence sur la valeur de la monnaie nationale et par conséquent sur le problème des prix, qui est l'objet principal de notre étude.

En résumant ces différentes notions, nous définirons donc la monnaie de compte comme *une richesse immatérielle, représentée par des signes divers et interchangeables, qui sert communément d'intermédiaire aux échanges sur toute l'étendue*

d'un même territoire national, grâce aux avantages que lui confère l'investiture de l'Etat.



Nous avons vu que la monnaie est matérialisée par des signes que les économistes appellent monnaies réelles. Ces signes sont de deux sortes. Les uns sont dotés par l'Etat du cours légal, c'est-à-dire d'un pouvoir libératoire qui oblige tout vendeur ou créancier à les accepter en paiement, à les reconnaître comme représentant la monnaie de compte, en laquelle a été passé le contrat : ce sont les *monnaies légales*; il ne faut point confondre ce privilège, qui ne s'attache qu'au signe extérieur, avec les avantages de droit ou de fait que l'Etat accorde, nous l'avons vu, à la monnaie de compte. Les autres ne jouissent que du consentement libre mais général du public, qui les accepte habituellement au lieu et place d'une monnaie légale : c'est ce que nous appellerons les *monnaies officieuses*.

Il n'est guère besoin d'insister sur les monnaies légales. On sait que de longue date et en tous pays ce sont des pièces de métal précieux marquées par le souverain d'une estampille qui certifie leur poids et leur valeur, ou encore des billets ou des jetons métalliques sans valeur propre, émis soit par une banque centrale, soit directement par l'Etat. Quant aux monnaies officieuses, leur apparition dans la vie économique n'est pas très ancienne; leur étude scientifique est tout à fait récente; leur action et leurs caractères essentiels sont encore mal connus. Aussi sont-elles un des principaux objets de notre travail et l'on nous permettra de nous attarder sur leur origine et leurs caractères essentiels.

Contrairement à une opinion assez répandue et dont nous reparlerons par la suite, nous ne croyons pas que les monnaies officieuses soient nées de l'insuffisance numérique des monnaies

légales et en particulier de la monnaie fiduciaire, mais de leur inaptitude à régler commodément certaines transactions commerciales. Bien que le cours légal confère aux monnaies officielles un avantage incontestable en donnant à leur porteur l'assurance de pouvoir s'en servir en tout lieu, en tous temps et pour tout paiement, elles présentent certains inconvénients tant pour celui qui les reçoit que pour celui qui les donne. Leur volume et leur poids les rendent impropres aux grosses transactions, même s'il s'agit de billets de banque; leur conservation et surtout leur transport comportent des risques de vol; enfin chacune d'elles étant libellée en chiffres ronds il faut combiner leur emploi pour payer toute somme complexe. Aussi, l'usage s'est-il établi dans de nombreuses transactions de ne pas les déplacer matériellement, mais seulement de céder à la personne payée la faculté que possède le payeur de s'en procurer à volonté. Cette faculté peut résulter soit de la possession d'un lingot de métal monnayable, soit d'une obligation. Le lingot ne peut guère être considéré comme une monnaie car il n'est sous cette forme ni aisément transportable, ni facilement divisible avec exactitude. Au contraire, les créances, sous certaines conditions que nous allons examiner peuvent être facilement transmises et divisées. Aussi, l'habitude s'est elle prise de les remettre en paiement au lieu et place des espèces légales qu'elles représentent. Comme au surplus elles peuvent se multiplier grâce au crédit, sans qu'une quantité correspondante de monnaie officielle existe entre les mains du débiteur, on peut dire qu'elles constituent des formes nouvelles de la monnaie de compte, formes nées du seul usage et sans investiture de l'Etat.

On ne saurait pourtant attribuer à toute créance la fonction monétaire, car le propre d'une monnaie réelle est d'être assez généralement acceptée comme moyen d'échange pour que celui qui la reçoit soit assuré d'en tirer parti, c'est-

à-dire de se procurer par son intermédiaire toute marchandise offerte pour la vente. L'assentiment général reste encore ici un critère et il est en fait subordonné à une triple condition. La première c'est que la faculté de se procurer des espèces légales, que l'on prétend céder en paiement, apparaisse avec une certitude absolue : faculté de fait et non seulement de droit ; créance payable à vue, liquide, sur un débiteur dont la solvabilité ne fait aucun doute ; sinon le vendeur de marchandises refuserait un tel mode de paiement, en raison des risques de perte, des retards et des contestations qu'il peut comporter. La seconde condition c'est que la créance offerte en paiement soit indéfiniment transférable sans convention préalable, en sorte que le payé puisse à son tour l'employer en règlement de ses propres transactions. Il faut enfin qu'elle soit parfaitement divisible pour que son titulaire puisse s'en déposséder partiellement afin de payer n'importe quelle somme.

Nous appellerons donc monnaie officieuse toute richesse que le public accepte habituellement en paiement au lieu d'espèces légales, en raison de sa divisibilité parfaite, de sa transmissibilité facile et indéfinie, et de la faculté qu'elle possède de pouvoir être transformée à volonté en un nombre déterminé d'espèces légales.*

*
**

Le type de créance qui correspond le mieux à cette définition est évidemment le crédit de banque à vue.

Ce crédit confère à son titulaire le pouvoir de se procurer une quantité certaine de monnaie officielle sans retard ni difficulté. Il est transmissible par des moyens extrêmement simples, la signature d'un chèque ou d'un ordre de virement. Enfin il est divisible à l'infini et peut être cédé suivant n'importe quelle fraction. Grâce à ces trois qualités, le public

a pris l'habitude de l'employer et de l'accepter en règlement de très nombreuses transactions. Il constitue donc bien une monnaie et ne se confond pas avec les espèces légales qu'il représente à l'origine, mais qui en fait n'existent plus entre les mains du banquier en quantité équivalente à la sienne.

Pour mieux faire comprendre le rôle monétaire du crédit à vue, il n'est pas inutile de rappeler les analogies qu'il présente avec le billet de banque. Le billet est essentiellement le signe extérieur du crédit accordé par l'institut d'émission à toute personne qui lui fait un dépôt de monnaie métallique ou qui obtient de lui, soit un escompte de traites, soit une avance à découvert. La transmissibilité indéfinie de ce signe, la certitude qu'il confère de pouvoir être remplacé à volonté par des pièces d'or ou d'argent, l'ont fait considérer comme une monnaie, bien avant que certains Etats songeassent à ajouter à ses avantages naturels celui de l'investiture légale. Sous l'aspect nouveau qu'il présente depuis lors ses caractères profonds subsistent, qui n'en font autre chose qu'un crédit à vue représenté par un chèque au porteur.

Par rapport à ce signe doté de la force libératoire, le chèque ordinaire est sans doute inférieur, puisqu'il ne bénéficie ni du cours légal, ni de la signature de la banque sur laquelle il est tiré. Mais ces inconvénients sont plus apparents que réels, car le public, du moins dans sa partie la plus mêlée aux transactions commerciales, a pris l'habitude d'accepter les chèques sans y être obligé; d'autre part les sanctions que comporte l'émission de chèques sans provision rendent assez rare ce genre de fraude, qui est d'ailleurs sans conséquence quand la livraison des marchandises vendues n'est pas faite au comptant. Comme en outre le chèque ou l'ordre de virement présentent sur le billet de banque la supériorité de pouvoir régler en une seule inscription la somme la plus complexe, comme ils ne comportent ni difficultés de transport ni risques

de vol, on comprendra sans peine que leurs avantages balancent leurs inconvénients et qu'ils soient aussi couramment employés que la monnaie légale, bien que ce soit dans des circonstances et des milieux différents.

Au reste, les types les plus récents de statuts imposés aux banques d'émission (nous citerons en particulier la loi française du 25 juin 1928) ne font aucune différence entre les billets et les crédits à vue. Le législateur a reconnu que les uns et les autres jouaient le même rôle monétaire, qu'ils constituaient en commun le passif de la banque, que leurs mutations réciproques ne modifiaient pas la masse des moyens de règlement, qu'en conséquence le pourcentage de la couverture métallique devait être calculé sur l'ensemble des dépôts et des billets à vue. Et ce qui est vrai pour les comptes créditeurs ouverts dans les banques centrales l'est aussi pour ceux qui forment le passif des banques privées, si celles-ci méritent assez confiance pour qu'on ne puisse mettre en doute la possibilité de transformer en monnaie officielle la monnaie officieuse qu'elles émettent. La faiblesse même du taux d'intérêt dont se contentent les créditeurs en banque montre qu'ils considèrent leur dépôt comme une provision monétaire bien plus que comme un placement. Ce taux est minime si on le compare à celui des placements à terme ou même au taux que servent les Caisses d'Épargne françaises pour des dépôts à vue non transmissibles par chèque. Le titulaire du crédit s'en contente néanmoins, parce qu'il ne demande guère à son dépôt en banque que de servir au règlement des transactions qu'il a conclues ou qu'il envisage.

Le langage de certains auteurs pourrait en cette matière engendrer une équivoque. Ils semblent considérer que la monnaie de banque est essentiellement constituée par le chèque. Or, le chèque ou le virement n'en sont que le mode de transfert, mais la monnaie existe avant l'émission du chèque, par le

simple fait qu'il peut être émis, c'est-à-dire par la seule existence du compte créditeur. Si le chèque retient surtout l'attention, c'est que son institution relativement récente a permis l'utilisation monétaire du dépôt en banque, qui n'était jusque là qu'un placement, et lui a donné une prodigieuse extension.

*
**

En dehors du crédit en banque à vue, est-il d'autres types de créances auxquelles on puisse attribuer une certaine fonction monétaire ? On ne saurait la reconnaître aux dépôts à terme, car ils ne représentent qu'une possibilité future d'obtenir des espèces légales et non pas une certitude immédiate, absolue et transmissible. Même quand ils deviennent cessibles, grâce à leur matérialisation en bons de caisse au porteur, ils ne sont acceptés en paiement qu'à titre exceptionnel, en vertu d'un accord particulier distinct de la convention principale et sous déduction d'un agio variable qui représente à la fois l'intérêt et les risques d'insolvabilité du débiteur. Leur cession relève donc juridiquement de l'échange ou de la dation en paiement plutôt que de la vente ou du paiement lui-même.

Il en est de même pour la traite et le billet à ordre, malgré la faculté que possèdent ces effets de pouvoir être escomptés par la banque centrale quand ils présentent le nombre de signatures requis, c'est-à-dire d'être transformables en espèces légales sans qu'il faille attendre leur échéance : cette mutation reste en effet soumise au bon vouloir de l'institut d'émission ou d'une banque privée, et ce sont ces établissements qui créent, s'ils escomptent, une monnaie qui n'existait pas avant leur consentement. Pas plus que le titulaire d'un compte à terme, le détenteur d'un bon de caisse ou d'un effet à échéance ne sont donc assurés de pouvoir transmettre leur créance ni de la transformer en une quantité certaine de monnaie légale.

Pour des raisons analogues on ne saurait faire rentrer dans le domaine monétaire, la masse des crédits ouverts par d'autres personnes que les banquiers. Beaucoup de particuliers ou de sociétés privées sont débiteurs à vue vis-à-vis de certains tiers : prêteurs, fournisseurs, employés ou associés. En général la sûreté et la liquidité de semblables créances, quelque réelles qu'elles puissent être, n'apparaissent pas avec assez de certitude aux yeux du premier venu pour que leur titulaire soit assuré de pouvoir les faire accepter en règlement de ses propres engagements ; au surplus elles peuvent rarement faire l'objet d'un titre transmissible tel que le chèque ou l'ordre de virement. Même quand le débiteur autorise le créancier à tirer des chèques, ces effets ne présentent pas aux yeux du public la même valeur certaine que des chèques sur banques ; ils ne sont guère susceptibles que d'être remis à l'encaissement dans un établissement de crédit et il faut plutôt les considérer comme des moyens de recouvrement que comme un mode de transmission de la créance.

C'est seulement dans un petit nombre de cas que l'on peut attribuer un rôle monétaire aux chèques tirés sur d'autres personnes que les banquiers : lorsque par exemple le tireur jouit d'un crédit assez sûr et assez étendu pour que ses propres créanciers acceptent sans discussion le papier qu'il leur remet (ainsi font certaines firmes industrielles de premier ordre qui paient directement leurs fournisseurs avec les chèques qu'elles tirent sur leurs clients) ; ou encore lorsque le débiteur lui-même, jouissant d'un crédit de premier ordre, en profite pour ouvrir des comptes courants à ceux qui veulent bien lui faire confiance et pour leur remettre des carnets de chèques, sans posséder des disponibilités équivalentes en espèces légales. Il s'agit ici d'une véritable immixtion dans les fonctions de banquier, mais le total des créances que l'on rend ainsi transmissibles est négligeable par rapport à l'ensemble des crédits à

vue et ne peut donc être pris en considération lorsque l'on suppose la circulation monétaire.

Il en est autrement d'un troisième genre d'engagements à vue ou à court terme, contractés non plus par les banquiers ni par les particuliers, mais par l'Etat, dont ils constituent la dette flottante. L'Etat est en maints pays le plus important des débiteurs et, en dehors de ses emprunts de longue durée, il s'engage à courte échéance de trois façons principales : d'abord par des avances que lui fait l'institut d'émission ; puis par les dépôts que reçoivent les comptables du Trésor, le service des postes ou certaines caisses publiques telles qu'en France la Caisse des Dépôts et Consignations ; enfin par l'émission de bons à quelques mois d'échéance. Les divers éléments de cette dette flottante viennent-ils accroître l'ensemble de la circulation monétaire ?

Nous répondrons par la négative pour ce qui est des avances de la banque centrale, car le solde créditeur de l'Etat se confond avec l'ensemble des crédits à vue ouverts par la banque, que nous avons déjà globalement reconnu comme monnaie.

Quant aux dépôts que le Trésor Public reçoit sous ses différentes formes, ils constituent bien une monnaie officieuse chaque fois que l'Etat permet à leurs titulaires de les mobiliser par chèque ou virement, c'est-à-dire chaque fois que l'Etat se fait banquier. Ces conditions se trouvent réalisées dans le service récent des « comptes de chèques postaux » qui a pris une considérable extension. Mais il nous semble difficile de suivre M. Robert Wolff, par ailleurs si pénétrant, lorsqu'il propose implicitement de regarder comme monnaie toute la dette flottante de l'Etat. « L'Etat, écrivait-il en 1927 ¹, recevant des

¹ Robert WOLFF. *Note sur le système monétaire français*, p. 4. Paris, Gauthier-Villars, 1927.

dépôts à guichets ouverts, peut être assimilé à un établissement de crédit, avec cette particularité qu'au lieu de créer des francs au moyen de prêts il les crée par le déficit. En effet *dès l'instant où le Trésor décaisse plus qu'il n'encaisse, les bénéficiaires de cet excédent de dépenses se trouvent disposer auprès du Trésor d'un crédit correspondant dont ils ont la faculté d'opérer le retrait* ». La première assertion est juste, mais la seconde nous paraît l'effet d'une généralisation excessive. S'il suffisait d'être en déficit et de ne pas payer ses fournisseurs pour faire de la monnaie, la création monétaire serait illimitée du fait de tous les insolvable, alors qu'elle ne se produit que quand une créance devient liquide, encaissable et transmissible à volonté. Tant que l'Etat se borne à reconnaître sa dette, sans donner à ses créanciers le moyen d'en toucher le montant ni de la céder à un tiers, il ne crée aucune monnaie. Il ne procède, nous le répétons, à une émission véritable, que lorsqu'il ouvre à ses prêteurs et à ses fournisseurs de véritables crédits à vue, qui comportent la faculté réelle d'encaisser les fonds ou d'en transmettre la propriété par chèque ou virement.

Que penser enfin des bons du Trésor qui constituent le troisième élément de la dette flottante ? N'étant payables qu'à échéance ils ne sauraient en principe être assimilés aux crédits à vue pour les raisons que nous avons déjà exposées. Toutefois, il en est autrement lorsque l'Etat oblige la banque d'émission à les escompter, ce qui est une façon détournée de forcer cet établissement à lui consentir des avances supplémentaires : ce droit à l'escompte, que l'Etat Français accorda pendant la dernière guerre aux bons de la Défense Nationale, les rendait transformables en espèces légales, sous déduction d'un agio déterminé. Etant par ailleurs indéfiniment transmissibles, il faut leur reconnaître certaines qualités monétaires que nous avons refusées aux autres bons à terme. En fait ils furent assez souvent employés comme moyen d'échange dans certaines

régions et dans certains milieux économiques, mais les inconvénients diverses qui résultaient de leur manque de divisibilité et de l'escompte à subir les ont empêchés de jouer un rôle monétaire important.

En somme la monnaie de l'Etat est née des fonctions de banquier qu'il a assumées pendant la guerre pour fournir des ressources au Trésor Public. A l'heure actuelle, en France, cette masse monétaire est de faible importance : les bons de la Défense à deux ans de terme ne sont plus une monnaie ; les bons du Trésor, qui constituent d'ailleurs à nouveau un emploi des disponibilités des banques plutôt qu'un placement à court terme, ne sont escomptables que s'il plaît à la Banque de France.¹ Il faut noter cependant les fonds versés à la Caisse des Dépôts et surtout les comptes courants postaux qui prennent une ampleur progressive. Dans cette mesure seulement subsiste la monnaie d'Etat officieuse, qu'il convenait de noter, moins en raison de son importance actuelle que du rôle qu'elle a joué à certaines heures et que les difficultés financières de l'Etat peuvent lui rendre un jour. En Allemagne encore, à l'heure présente, nous assistons à une véritable inflation de crédit d'Etat qui se réalise par l'émission de bons d'impôts mobilisant à l'avance les rentrées fiscales et par celles de traites de travail tirées par les entrepreneurs de travaux publics sur les organismes officiels et escomptables par la Reichsbank.

*
**

Notre étude des formes monétaires ou *monnaies réelles* a donc porté d'abord sur les deux sortes de monnaies *officielles* : d'une part les pièces d'or ou d'argent, dont la fonction

¹ Ces lignes étaient écrites quand se sont produites de récentes tentatives en vue d'obliger à nouveau l'Institut d'émission à accepter à l'escompte les Bons du Trésor.

monétaire provient de leurs qualités intrinsèques; d'autre part le billet de banque, basé sur le cours légal, mais aussi sur la confiance de ses détenteurs, qui, sauf cours forcé, conservent le droit de lui substituer des espèces métalliques (ainsi nous offre-t-il le premier exemple d'une monnaie fiduciaire). A côté des monnaies officielles nous avons décrit les monnaies *officieuses*, qui ont le caractère commun d'être des crédits transformables en espèces légales et indéfiniment transmissibles, monnaies dont la floraison n'est en somme que le développement du principe fécond qui avait engendré le billet de banque : crédits sur la banque d'émission, crédits sur les banques privées, crédits sur l'Etat ou sur les particuliers quand ils font fonction de banquiers. L'expression *monnaies de banque* serait la plus adéquate pour désigner cette seconde masse, puisque seuls les banquiers — ou ceux qui font leur métier sans en porter le nom — sont à même de créer des crédits qui remplissent les conditions de transmissibilité et d'exigibilité indispensables à la fonction monétaire. Elle a néanmoins le défaut de prêter à confusion avec le billet de banque. Aussi emploierons-nous le terme de *monnaies scripturales*, que leur a donné M. le professeur Ansiaux. Ce terme rappelle assez heureusement les inscriptions en compte qui sont la source de la monnaie nouvelle, encore qu'il ait l'inconvénient de négliger les crédits non écriturés dont nous aurons à parler au prochain chapitre. On dit encore *monnaie-virement* mais cette expression nous paraît défectueuse car elle semble indiquer que le virement est constitutif de cette monnaie ou qu'il est son moyen d'utilisation normal, alors que le rôle du chèque est beaucoup plus important.¹

¹ Il nous est impossible, dans le cadre de cet ouvrage, de traiter par le détail toutes les questions relatives à la monnaie scripturale. Le lecteur pourra utilement se reporter à l'exposé très clair et très complet de M. PETRITZI : *La Monnaie Scripturale*. Paris, Sirey, 1934.

L'ensemble de cette circulation monétaire constitue dans l'organisme économique l'élément liquide, mais improductif par lui-même, qui féconde les autres richesses. La monnaie est en cela semblable à l'eau d'irrigation, qui fertilise les terres, bien que les canaux qui la conduisent semblent occuper un espace inutile. Mais le degré de fluidité varie selon les signes monétaires et varie en sens inverse de leur improductivité. Au bas de cette double progression nous placerons la monnaie légale, essentiellement mouvante, mais impropre à toute autre fonction ; puis les différentes sortes de crédits à vue, moins fluides que la monnaie légale, puisqu'ils comportent toujours le léger risque d'une défaillance possible du banquier, mais plus productifs et pourvus en conséquence d'autres fonctions que celle de fournir des moyens de paiement. Si ces crédits comportent quelque préavis ou délai d'eneaissement, ils perdent la plus grande part de leur rôle monétaire mais leur rémunération s'accroît d'autant. Ainsi une gradation s'établit, entre les différentes monnaies dont la productivité s'accroît en raison inverse de leur liquidité. Ainsi deviennent-elles progressivement modes de placement au lieu de rester instruments d'échanges. Au terme de cette évolution la transition se fait insensiblement entre richesse liquide et richesse solide : la monnaie, devenue déjà pâteuse quand elle a pris la forme d'un crédit à court terme, se solidifie à mesure que s'écarte l'échéance de la créance qui la constitue.

Chacune des formes monétaires que nous avons énumérées au cours de ce rapide examen, naît, se développe et disparaît, selon les lois qui lui sont propres. L'étude de ces lois formera l'objet de notre second chapitre et nous permettra d'acquérir une notion d'ensemble de la masse monétaire.

CHAPITRE II

NAISSANCE ET DISPARITION DES FORMES MONÉTAIRES

Nous avons dépeint la monnaie comme une richesse essentiellement liquide et improductive, dont l'homme recherche néanmoins la possession provisoire, parce qu'elle lui est nécessaire pour acquérir les autres biens, qui sont solides, c'est-à-dire impropres à la circulation, mais qui lui procurent des jouissances directes. Il n'y a pourtant entre ceux-ci et celles-là aucune différence de nature. La monnaie sous ses diverses formes n'est jamais qu'une marchandise, métal précieux ou créance, dont on a modifié certains caractères pour l'adapter à sa nouvelle fonction, mais qui reste susceptible d'une inverse transformation. Ce sont ces mutations en sens divers, ces liquéfactions ou ces solidifications des richesses, qui constituent les créations et les annulations monétaires, dont nous allons essayer de démontrer le mécanisme.

Il paraît étrange de parler de création en ce qui concerne les espèces d'or et d'argent. Nous avons vu pourtant qu'à l'état de lingot les métaux précieux sont inaptes au rôle d'instrument des échanges : bien qu'ils constituent déjà une faculté latente

d'obtenir de la monnaie, ils ne peuvent en jouer directement le rôle en raison de leur divisibilité incommode, de leur transport malaisé et surtout des complications que comporte la frappe. Seule cette opération, dont l'initiative appartient d'ailleurs aussi bien aux particuliers qu'à l'Institut d'émission, les transforme en monnaie. La création monétaire consiste donc ici en une simple transformation physique.

Avec le billet de banque ou le jeton métallique nous entrons, malgré leur caractère légal, dans le domaine des monnaies de crédit, dont ils sont le prototype et dont l'émission est infiniment plus complexe et plus variée dans ces modes. Le phénomène essentiel qui constitue la création monétaire et que nous retrouverons dans toutes les monnaies fiduciaires, est ici la reconnaissance par l'institut d'émission d'une dette à vue, inscrite à son passif et représentée par un billet au porteur, en échange de la remise d'une richesse matérielle ou immatérielle qui viendra augmenter son actif. Tantôt cette richesse sera une monnaie préexistante, c'est-à-dire en fait des espèces d'or et d'argent : dans ce cas la monnaie nouvelle aura été substituée à l'ancienne sans augmentation d'ensemble des moyens de paiement dont dispose le public. Tantôt la banque reçoit une richesse non monétaire : des lingots de métal précieux, des valeurs mobilières si elle a acheté des titres sur le marché, des devises étrangères (qui sont monnaies à l'extérieur mais pas à l'intérieur) si elle est intervenue sur le marché des changes. Tantôt enfin, et c'est ici l'opération propre du crédit, l'échange consiste en un endettement réciproque : endettement à vue de l'Institut d'émission, qui remet à son client, une créance-monnaie ; endettement à terme du client, qui se reconnaît débiteur de la banque en vertu de l'avance ou de l'escompte qu'il en a obtenu. *Substitution monétaire, échange contre des richesses impropres à la circulation, endettement réciproque*, tels sont les trois phénomènes qui aboutissent à la création du

billet de banque, sous cette réserve que les deux derniers seuls accroissent la masse monétaire.

La banque d'émission n'est pas libre toutefois d'utiliser à son gré l'un ou l'autre de ces procédés créateurs. L'état d'esprit du public l'oblige à maintenir certains rapports, consacrés par la loi ou par ses statuts, entre la quantité totale de monnaie qu'elle émet et celle qu'elle substitue simplement à des espèces métalliques ou qu'elle échange contre des lingots. Le public en effet n'est pas absolument sûr que la monnaie nouvelle vaille l'ancienne, qu'elle puisse conserver le même pouvoir d'achat dans le temps et dans l'espace. Pour fortifier sa confiance et pour prévenir les désastres que pourraient engendrer une crise de méfiance collective, toutes les banques d'émission sont astreintes à ne pas dépasser dans leurs créations monétaires certaines limites qui varient selon les pays, mais qui dépendent toujours de l'importance de leur encaisse métallique. Ainsi conservent-elles une réserve de monnaie ancienne qu'elles pourraient substituer à nouveau au billet de banque s'il cessait d'avoir crédit et dont la seule existence, en rassurant le public, constitue la meilleure garantie contre une panique collective. C'est grâce à cette réserve et en fonction de son importance que la Banque peut développer ses créations monétaires. Les espèces métalliques qui la constituent jouent dans le rôle d'une *semence* : retirées de la circulation, enfouies dans les caves de la Banque, elles deviennent sous l'action fécondante du crédit le germe d'une puissante végétation monétaire.

De cette végétation, le billet n'est pas le seul élément. Nous avons vu que par un processus similaire, la Banque créait une autre monnaie, dépourvue cette fois du cours légal et qui n'est pour cette raison qu'une monnaie officieuse, *le compte créditeur à vue*. Les personnes qui remettent à la Banque un actif monétaire ou non monétaire ne demandent pas toujours que le passif qui est créé en contre-partie soit représenté par des

billets, et elles préfèrent parfois être simplement créditées en compte. Nous avons indiqué déjà le caractère monétaire de ces dépôts transmissibles par chèques, mais il n'est pas inutile de préciser maintenant les analogies profondes qui existent entre leur émission et celle du billet de banque. M. Hartley Withers, l'économiste anglais qui vulgarisa la notion de la monnaie scripturale, a mis ces similitudes en relief dans les termes suivants :¹ « Economiquement parlant billet de banque et compte courant créditeur s'équivalent. Ils naissent l'un et l'autre à l'occasion soit d'une fourniture de crédit, soit d'un dépôt de numéraire. Au bilan le portefeuille, les avances et l'encaisse forment la contre-partie essentielle de l'un comme de l'autre. Ils constituent l'un et l'autre l'engagement pour la banque d'avoir à payer en monnaie légale soit le montant du crédit soit la somme inscrite sur le billet. Ils circulent avec la même facilité ; l'un, le billet, de main en main ; l'autre, le crédit en banque, de compte en compte par l'intermédiaire du chèque. Que pèsent en face de ces analogies profondes, les différences insignifiantes sur lesquelles on insiste parfois ? »

Nous ajouterons qu'aucun de ces deux signes monétaires, billet et chèque, n'a de supériorité marquée sur l'autre. Le billet jouit sans doute de la signature de la banque d'émission, alors que le chèque peut n'être pas provisionné. Mais ce n'est un avantage que pour les achats au comptant, qui sont les moins nombreux et les moins importants de la vie économique. Quand la marchandise doit de toute façon être livrée avant paiement, c'est-à-dire quand l'acheteur obtient crédit du vendeur, ce dernier ne court pas plus de risques par un paiement en chèques qu'en billets. Et il en est de même quand la marchandise doit être livrée après paiement, parce que le vendeur jouit

¹ HARTLEY-WITHERS : *Qu'est-ce que la Monnaie*, (Traduction française) Paris.

dès lors du temps nécessaire à l'encaissement du chèque. Pour toute opération importante, le chèque retrouve les avantages réels que nous avons déjà signalés et qui proviennent de sa simplicité et des garanties qu'il confère contre le vol.

Nous pouvons donc considérer, comme le font les plus récents statuts de banques d'émission, que tout le passif à vue de la banque, qu'il soit représenté par des billets ou par des comptes créditeurs, ne forme qu'une seule masse de monnaies équivalentes, que nous appellerons par abréviation *monnaies B. E.* (banque d'émission). Cette masse correspond en partie à l'enfouissement d'une certaine quantité de monnaies métalliques qui servent de semence à l'émission, en partie à la liquéfaction monétaire de biens impropres à la circulation (lingots, devises étrangères, titres, etc.), en partie enfin à l'endettement réciproque de la banque et de son client.

Nous résumerons ces phénomènes de création monétaire dans le schéma suivant :

ACTIF DE LA BANQUE	NATURE DE L'ÉCHANGE	PASSIF DE LA BANQUE
Pièces d'or et argent.	Substitution.	
Lingots, titres, devises.	Transformation des richesses matérielles.	Monnaie B. E. (billets ou dépôts à vue)
Escomptes, avances à l'Etat ou aux particuliers.	Endettement réciproque.	

Notons qu'en dehors de son passif écrit la banque d'émission possède un passif occulte mais non moins réel, que constituent les promesses de crédit non comptabilisées. Lorsqu'elle consent en effet au principe d'une avance, elle peut, soit en débiter immédiatement le bénéficiaire et lui ouvrir en contre-partie un compte créditeur équivalent, où seront inscrits par la suite les prélèvements effectifs, soit ne passer d'écritures qu'au fur et à mesure des décaissements. Dans ce second cas aucun fait apparent ne révèle le crédit à vue qui a été créé

et qui peut être utilisé à tout moment par tirage de chèques. Mais l'économiste doit rétablir le véritable aspect de l'opération et intégrer dans la circulation monétaire la partie disponible du crédit consenti.

**

A côté des monnaies officielles ou officieuses émises par les banques centrales nous avons vu qu'il existe une autre masse monétaire, sans caractère légal, formée par les crédits sur banques privées que nous appellerons monnaies B. P. Leur formation présente des analogies profondes avec le processus que nous venons de décrire.

Une partie de ces comptes créditeurs a pour origine une remise d'espèces légales entre les mains du banquier. Le déposant ne perd rien de son pouvoir d'achat, comme certains auteurs semblent le croire ¹ : il a simplement échangé ses billets ou son or contre une monnaie nouvelle transmissible par chèque ou virement, monnaie créée par substitution, c'est-à-dire par une opération semblable à celle que fait l'institut d'émission quand il remet des billets aux déposants de métaux précieux.

Mais le banquier ne s'en tient pas là. De même que la banque centrale recevant en dépôt une certaine quantité de monnaie métallique qui lui sert de semence, lance dans la circulation une quantité bien supérieure de sa monnaie nouvelle que nous appelons B. E., de même la banque privée, munie par substitution de disponibilités en espèces légales, en profite pour créer une masse plus forte de monnaies scripturales. D'une part elle achète des titres ou des marchandises et crédite le cédant de leur contrevalet. D'autre part et surtout elle fournit du crédit, par voie d'escompte ou d'avances, et s'endette à vue dans une égale mesure.

¹ Voir notamment Pierre CAUBOUÉ : *Le rôle monétaire des crédits bancaires*, *Journal des Economistes*, Mars 1928.

« Loans make deposits », écrit M. Hartley Withers,¹ ce qui veut dire : « Les avances font *des* dépôts » et non point « les avances font *les* dépôts ». On s'est appuyé sur cette traduction erronée pour ridiculiser par l'absurde les théories de M. Withers. Si, a-t-on écrit, les dépôts proviennent des avances, il n'est plus besoin qu'un banquier reçoive des fonds de sa clientèle et il n'est plus de limite au développement de ses créations monétaires, puisque ses dépôts se multiplieront en même temps que ses opérations de crédit. Il est aisé de répondre à ces déformateurs d'une théorie exacte que les avances créent bien *des dépôts* mais qu'elles ne peuvent créer *tous les dépôts*. Il faut qu'au préalable de premières remises ajoutées à son capital propre aient mis entre les mains du banquier une quantité suffisante d'espèces légales pour lui permettre d'émettre de nouvelles monnaies par endettement réciproque, sans craindre outre mesure des retraits de fonds massifs, c'est-à-dire un retour à la monnaie B. E.

Nous insistons sur les mots « créer » et « création », car ils s'appliquent aussi bien à l'émission des monnaies scripturales par les banques privées qu'à celle des billets par les banques centrales. Les opérations de crédit ne consistent pas, comme les apparences pourraient le faire croire, en un transfert de monnaie, par lequel les déposants abandonneraient momentanément, au profit des emprunteurs, les disponibilités dont ils n'ont pas l'emploi. En réalité les premiers conservent leur pouvoir d'achat sous une forme nouvelle ; les seconds en acquièrent, qu'ils ne possédaient point ; ils l'acquièrent avant toute remise d'espèces légales, dès le jour où la banque les a autorisés à tirer des chèques sur sa caisse pour réaliser l'escompte ou le prêt qu'elle leur a consenti.

Nous pourrions donc résumer les créations monétaires des

¹ *Qu'est-ce que la monnaie*, op. cit.

banques privées en un schéma semblable à celui que nous avons tracé pour la banque d'émission. D'un côté leur actif où s'accumulent les monnaies qu'elles retirent provisoirement de la circulation, les richesses non monétaires et les créances contre leurs clients : monnaies B. E. qui servent ici de semence, titres et biens divers achetés par la banque, créances à plus ou moins long terme qui résultent de ses escomptes et de ses avances. De l'autre côté au passif, la masse des crédits à vue c'est-à-dire des monnaies scripturales, créées par substitution, par transformation de richesses ou par endettement réciproque, auxquelles il faut ajouter les ouvertures de crédit que sous le nom de *facilités de caisse* les banques privées consentent à leurs clients sans écritures préalables à leur emploi.

Chaque banque privée est ainsi créatrice d'une monnaie B. P. qui lui est propre et qui porte en quelque sorte sa marque de fabrique, mais dont les différentes unités sont identiques et interchangeable, quelque ait été leur mode de formation. Le déposant d'espèces légales peut voir son crédit s'augmenter par les chèques ou les virements que lui envoient les bénéficiaires d'avances ou d'escomptes ; à l'inverse il paie par le même moyen ses fournisseurs et alimente ainsi le compte que ceux-ci possèdent peut-être déjà dans le même établissement. Ainsi le jeu des transferts engendre à l'intérieur de chaque compte courant une confusion dans laquelle on ne peut reconnaître l'origine des divers éléments qui composent son solde créditeur. Ce solde seul est intéressant à connaître parce qu'il représente le pouvoir d'achat de son titulaire : c'est ce qu'exprime le principe juridique de l'indivisibilité du compte courant.

Des mutations analogues se produisent entre les monnaies des différentes banques privées, modifiant peut-être les quantités respectives de chacune d'elles, mais laissant inchangée leur masse totale. Quand un tirage de chèque ou un virement transfère un crédit à vue d'une banque à l'autre et non plus seulement d'un

compte à l'autre, il naît une monnaie nouvelle B. B. 2 émise par la seconde banque, mais la monnaie ancienne B. P. 1 est généralement détruite car, ainsi que nous le verrons plus loin, il est contraire aux habitudes et aux principes nécessaires des banques privées de conserver des créances les unes sur les autres. La banque n° 2, devenue par la remise du chèque créditrice de la banque n° 1, demandera à celle-ci de balancer son compte par un virement à la banque d'émission, c'est-à-dire de lui remettre de la monnaie B. E., en conséquence de quoi son crédit, monnaie B. P. 1, sera annulé. L'opération se résout en une substitution d'unités B. P. 2 aux unités B. P. 1. Encore ces substitutions ne se produisent-elles guère dans la pratique, car l'ensemble des chèques que chaque banquier reçoit de ses clients équivaut à peu près à ceux qu'ils tirent sur sa caisse et il en est de même pour les virements. La compensation qui s'établit de la sorte entre les différentes maisons de banque, ne laisse subsister que des soldes insignifiants.

Pas plus que l'Institut d'émission les banques privées ne sont libres d'étendre à l'infini leurs créations monétaires. Sans doute ni les lois ni leurs statuts ne leur imposent sur ce point de limites précises, mais le bon sens et la prudence les obligent, elles aussi, à maintenir certains rapports entre le chiffre de leurs émissions et le montant des monnaies-semences qu'elles détiennent, ou, si l'on préfère, entre la portion de leur passif à vue qui provient d'opérations de crédit et celle qui correspond à des substitutions monétaires.

Ces règles ont une double raison d'être. La première, qui est à notre sens la moins impérieuse, est fondée sur l'habitude du public de régler en billets certains genres de transactions, ce qui oblige la banque à conserver en espèces légales une partie correspondante de son actif, c'est-à-dire à limiter ses opérations de pur crédit. Cette habitude est cependant en régression, les particuliers s'accoutumant de plus en plus à

l'usage du chèque ou du virement. Elle ne justifie d'ailleurs que la conservation d'une encaisse assez faible et n'opposerait donc à elle seule qu'une fragile barrière aux intempérances du crédit bancaire.

Celles-ci trouvent un frein beaucoup plus puissant dans la menace permanente que fait peser sur les banques privées le caractère purement consensuel de leurs monnaies, qui ne tiennent leur fonction que de l'assentiment général et qui sont donc à la merci d'une crise de confiance. Il est toujours possible qu'une panique soudaine précipite aux guichets d'une banque et même de toutes les banques, la foule des créditeurs demandant avec ensemble l'échange de leur monnaie B. P. contre des espèces légales. Qu'on ne nous dise point que ces hypothèses sont invraisemblables, comme certains auteurs l'ont soutenu paradoxalement avant la crise de 1929.¹ Elles se sont depuis lors réalisées à maintes reprises, en Allemagne, en Autriche, aux Etats-Unis et même en France. Dans de telles circonstances se justifie le principe de la liquidité qui n'est pas un « mythe ». Seuls peuvent résister à la bourrasque les établissements pourvus d'importantes disponibilités. Par ce terme, nous ne pouvons guère entendre que, soit des monnaies légales, soit des crédits à vue sur la banque d'émission, puisqu'ils sont transformables à volonté en monnaie légale, soit enfin des effets certainement escomptables par le même établissement. La monnaie B. E., réelle ou virtuelle, peut seule assurer aux actifs bancaires la proportion de liquidité qui leur est indispensable, car elle possède seule le cours légal et ne peut être refusée en paiement. La possession de créances sur leurs confrères ou d'effets non bancables serait d'un faible secours aux banquiers en cas de panique collective, car ils ne pourraient alors ni obtenir le remboursement des premières ni mobiliser les

¹ Cf. notamment Emile MIREAUX : *Les Miracles du Crédit*, Paris, Edition des Portiques. Chapitre v.

seconds sur le marché libre, chacun se repliant sur soi-même et ménageant ses propres ressources.

Ainsi s'explique la répugnance des grandes banques à conserver à leur actif des créances sur les maisons similaires, l'habitude qu'elles ont d'aligner fréquemment leurs colonnes par des virements à la banque d'émission, au lieu de conserver comme disponibilités, et par conséquent comme semence de nouveaux crédits, les monnaies B. P. qu'on leur remet en compte à tout instant sous forme de chèques ou de virements. Elles continueraient, croyons-nous, à obéir à ces principes si même l'usage des espèces légales disparaissait complètement et si le public s'accoutumait à l'emploi exclusif de la monnaie scripturale. Les calmes les plus longs ne prémunissent point contre le retour des tempêtes et les banques sérieuses ne peuvent s'assurer contre le risque, toujours réalisable, d'une crise de méfiance, que par la possession permanente d'une quantité de monnaie B. E. sagement proportionnée à leurs engagements à vue.

Ce n'est donc pas dans les habitudes actuelles du public en matière de paiement qu'il faut chercher la raison principale du principe de la liquidité, mais bien plutôt dans la crainte que ces habitudes ne se modifient et qu'après avoir fait un large usage de la monnaie scripturale le public ne l'abandonne par une méfiance collective pour revenir à la seule monnaie légale. Faute d'avoir aperçu cette cause essentielle et pour avoir donné trop d'importance à la cause accessoire, certains auteurs, de ceux même qui ont le plus utilement exploré le domaine de la monnaie bancaire, ont cru qu'il n'était limité que par la survivance de coutumes désuètes et qu'il s'étendrait à l'infini à mesure que disparaîtrait l'usage des monnaies métalliques et du billet de banque : erreur inverse de celle que commettent les économistes trop attachés aux théories classiques qui contestent encore le caractère monétaire des crédits à vue, et qui ne voient

dans le double phénomène du dépôt et du prêt qu'un transfert momentané de pouvoir d'achat. Nous avons déjà réfuté cette thèse en montrant que le pouvoir d'achat du prêteur subsistait sous une forme nouvelle et que la banque le dédoublait au profit de l'emprunteur. Nous nous efforçons maintenant de prouver qu'une telle multiplication ne peut se renouveler à l'infini, comme semblent le croire les trop fervents admirateurs des « miracles du crédit ».

Au fond de leur pensée, ces auteurs n'envisagent comme risque bancaire qu'une crise de confiance limitée à un seul établissement. Négligeant le cas de panique générale que l'on a vu se réaliser depuis 1929 en Allemagne, en Autriche et aux Etats-Unis, ils croient que les banquiers peuvent considérer comme disponibilité les crédits à vue qu'ils possèdent sur leurs confrères et ne doivent conserver sous forme de monnaie B. E. que les liquidités strictement indispensables aux prélèvements habituels de leur clientèle en monnaie légale. Partant de ce principe, aussi contraire à la saine doctrine de banque qu'aux usages de fait, ils conçoivent de la façon suivante la création des monnaies scripturales : la banque A reçoit un dépôt à vue et en profite pour accorder à un tiers un prêt équivalent. Première multiplication monétaire, la somme des crédits à vue N étant devenue 2 N. Les titulaires de ces crédits les utilisent par des chèques ou des virements dont bénéficient les clients d'une seconde banque, la banque B. Celle-ci reçoit ainsi un dépôt de 2 N qui la rend créancière pour autant de la Banque A et, forte de cette disponibilité, — c'est ici que nous cessons de suivre nos auteurs —, elle s'empresse de créer par avances ou escomptes 2 N d'autres crédits à vue. Ainsi 4 N de la banque B s'ajoutent aux 2 N de la banque A. A leur tour les quatre N B peuvent, par le jeu des chèques et virements engendrer 8 N de crédits à vue dans une banque C, etc... La monnaie tendrait ainsi à s'accroître en proportion géométrique,

si chaque unité de monnaie scripturale pouvait servir de semence à deux ou trois autres, comme le fait la monnaie B. E. pour la monnaie B. P.

Tout cet échafaudage s'effondre si l'on admet avec nous que les banques ne restent pas créancières les unes des autres et qu'elles exigent le paiement, en espèces légales ou en chèques sur la banque d'émission, des soldes créditeurs — assez faibles d'ailleurs — que laisse subsister journallement la compensation de leurs remises réciproques. Pour en revenir à notre exemple, la banque B, devenue pour 2 N créditrice de la banque A, lui en demandera le règlement, c'est-à-dire l'annulation, ce qui obligera la banque A, démunie pour autant de ses disponibilités, à diminuer de quatre N les crédits qu'elle avait ouverts à sa clientèle. Au total les 4 unités créées par la banque B auront pour contre-partie 4 annulations à la banque A. Nulle multiplication monétaire ne se superpose à la première, la quantité totale de monnaies B. P. restant donc en raison directe des monnaies B. E. détenues par les banques. Nous avons bien entendu simplifié le problème et les faits ne se présentent point avec la même rigueur mathématique.

Ces limites qu'assigne la prudence à l'émission des crédits à vue ne sont sanctionnées ni par la loi ni par les statuts des banques, et leur respect dépend donc du bon sens des banquiers. Aussi, n'oserions-nous prétendre qu'elles ne soient jamais dépassées, surtout dans les périodes d'essor économique où le public semble parfaitement accoutumé aux monnaies scripturales et où l'oubli des crises passées fait parfois négliger les règles d'une saine gestion. Mais les maux qu'entraîne leur violation ramènent rapidement les banquiers à l'observation des principes, qui n'ont d'ailleurs jamais été abandonnés dans les deux pays qui jouissent de la plus ancienne expérience financière, l'Angleterre et la France. Nous pouvons donc admettre qu'en fait comme en droit la création de monnaie

B. P. n'est pas illimitée. Quel que soit le rapport adopté par les banques privées entre leurs crédits et leurs disponibilités en monnaie B. E., cette proportion est assez peu variable et non susceptible de s'accroître à l'infini : nous verrons plus tard l'importance de cette conclusion en ce qui concerne le rôle que tient la banque d'émission sur le marché monétaire.

Pour en finir avec les perspectives démesurées que certains ont entrevues pour la monnaie scripturale, il nous reste à faire une double remarque. La première c'est que son développement continu n'augmenterait pas le volume global du crédit ni la quantité totale de moyens de paiement, puisqu'il se ferait vraisemblablement au détriment de cette autre forme de monnaie de crédit qu'est le billet de banque. La seconde, c'est que la substitution progressive d'une forme monétaire à une autre ne nous apparaît pas comme un progrès. Qu'arriverait-il en effet si le public employait exclusivement dans ses transactions le chèque et le virement ? Le billet de banque disparaîtrait. La banque d'émission n'inscrirait plus à son passif que des comptes créditeurs à vue, dont les titulaires seraient surtout les banques privées. Ces banques, mieux assurées de la confiance de leurs déposants et de leur accoutumance à la monnaie scripturale, pourraient sans doute multiplier leurs opérations de crédit. Mais elles ne feraient ainsi que remplacer dans la circulation les pouvoirs d'achat qui se concrétisaient auparavant dans le billet de banque, sans que l'expansion totale du crédit s'en trouvât ni accrue ni améliorée. Aussi bien que la monnaie scripturale, le billet de banque transmet le pouvoir tantôt fécondant, tantôt nocif du crédit. Les caractères particuliers de ces deux formes monétaires les rendent selon les cas aptes à tel ou tel genre de transactions, assignent à chacune d'elles un domaine propre. On peut les comparer aux valeurs mobilières, qui sont soit nominatives comme le chèque, soit au porteur comme le billet, et dont les

deux formes correspondent à des besoins différents mais également respectables.

Le développement qu'ont pris les paiements par chèques et par conséquent les dépôts en banque dans certains pays, tels que l'Angleterre et les Etats-Unis, n'est donc pas un signe d'organisation supérieure, car il résulte simplement de règles trop restrictives de l'émission des billets et ce n'est pas un progrès que de priver arbitrairement le public d'une forme monétaire particulièrement apte à certains règlements. La campagne qui a été entreprise en d'autres pays et notamment en France de 1916 à 1926 pour vulgariser l'usage du chèque, nous paraît donc irraisonnée ou inspirée par de faux prétextes. Si l'on attendait de cette substitution qu'elle portât remède aux conséquences fâcheuses de l'inflation, à la hausse des prix et des devises étrangères on poursuivait un vain résultat. Mais plus vraisemblablement on voulait, dans un but politique, éviter les apparences de l'inflation et se dispenser de relever les limites légales de l'émission des billets en favorisant l'émission, plus discrète et moins surveillée par le public, des crédits bancaires.

Au cours de notre premier chapitre, nous avons assimilé aux opérations de banque celles que fait l'Etat, quand directement ou par l'intermédiaire de certains établissements publics, il fait appel aux capitaux. En créditant à vue, non seulement ceux qui lui apportent des fonds, mais encore ses fournisseurs ou créanciers divers, l'Etat agit en banquier. Comme un banquier encore, il conserve certaines disponibilités, constituées par le solde créditeur de son compte courant à la banque d'émission. Mais, fort de sa toute puissance, il ne s'astreint guère à suivre les principes de la profession dans laquelle il s'imisce, et les disponibilités qu'il possède n'ont parfois qu'un lointain rapport avec la masse des crédits qu'il émet. C'est pourquoi, dans les circonstances critiques où les

besoins financiers de l'état s'enflent à l'infini, ses émissions affranchies de toutes règles, jettent le désordre dans l'économie nationale.

*
**

Jetons un regard en arrière sur les diverses créations que nous venons d'étudier. Exception faite pour les espèces métalliques, qui deviennent monnaie par l'opération physique de la frappe, les autres formes monétaires sont le résultat du crédit, c'est-à-dire d'une opération de banque, dont le processus est le même qu'il s'agisse de billets ou de monnaie scripturale, et qui consiste essentiellement en un échange. La banque charge son passif de crédits à vue qu'elle met à la disposition du public. En contre-partie de cette émission, elle reçoit d'une part des monnaies d'une autre sorte qui viennent s'immobiliser dans son encaisse et qui constituent la semence indispensable ; d'autre part, des richesses inaptes à tout rôle monétaire, biens matériels quelquefois, biens immatériels le plus souvent, c'est-à-dire simples créances à terme contre le bénéficiaire du crédit ou contre des tiers. Le rôle du banquier est essentiellement de liquéfier la richesse pour lui permettre de circuler dans l'organisme économique. De même que le feu rend le métal fluide et lui permet de s'insinuer dans le moule pour y prendre forme utile, de même que l'organisme vivant transforme les aliments en un sang qui apporte la nourriture à toutes ses parties, ainsi, par l'opération du crédit, le banquier transforme les valeurs immobiles en cette richesse essentiellement fluide qu'est la monnaie et envoie celle-ci féconder le champ de la production dans ses moindres recoins.

*
**

Voici donc les monnaies jetées dans la circulation par un

effort créateur incessant. Véhicules liquides, elles transportent la richesse qu'elles représentent là où les besoins économiques la rendent désirable. Quand elles ont ainsi accompli leur mission, elles n'ont plus qu'à disparaître, c'est-à-dire à reprendre une forme solide. Aux *créations* monétaires correspondent les *annulations*, suivant un processus que nous allons exposer et qui n'est que l'inverse de l'opération créatrice.

La monnaie, remarquons-le d'abord, n'est jamais annulée par son emploi, même quand elle a la forme du crédit à vue. De même que les espèces métalliques et le billet de banque passent de main en main sans perdre leur pouvoir d'achat, de même les chèques ou virements ne font que transmettre d'un titulaire à l'autre la monnaie B. P. qu'ils représentent. L'amointrissement d'un crédit à vue par tirage de chèque a pour contre-partie l'accroissement d'un autre dépôt dans la même banque ou dans une autre banque.

L'annulation monétaire se fait comme l'émission par l'intermédiaire d'un banquier. L'émission comportait la création simultanée d'un actif et d'un passif nouveau. A l'inverse l'annulation consiste essentiellement en la disparition simultanée d'un passif à vue et d'un actif bancaire. Le public rend à la banque la monnaie qu'elle avait créée pour son usage ; la banque rend au public la richesse qu'il lui avait cédée en contre-partie. Les divers procédés destructeurs de monnaie sont donc rigoureusement symétriques des procédés créateurs. Si l'objet de l'échange est une monnaie de part et d'autre, l'annulation comme l'émission qui la compense est faite par substitution et le volume total de la monnaie n'est point modifié. Au contraire, la cession par la banque d'une richesse non fluide ou l'extinction d'une créance (désendettement réciproque) constituent deux modes d'annulation également symétriques aux procédés créateurs, mais qui impliquent un appauvrissement réel de la masse monétaire.

Sont annulées par substitution toutes les monnaies que l'on rend à la banque qui les a émises, en lui demandant en échange celles qui forment son encaisse. Chaque fois que l'on présente un billet au porteur à la banque d'émission pour obtenir de l'or, que l'on utilise un crédit à vue pour obtenir des billets, on détruit une monnaie. Il est vrai qu'on en remet une autre en circulation, car par extension il faut considérer comme annulées toutes les monnaies qui forment l'encaisse des banques, c'est-à-dire l'or ou l'argent pour la banque d'émission, la monnaie B. E. pour les banques privées. En effet, bien que ces monnaies continuent à exister matériellement et juridiquement, elles ne sont plus disponibles, parce que la banque dont elles forment l'encaisse en a besoin pour gager ses propres émissions ; elles sont devenues la semence d'autres monnaies et l'on ne saurait, dans la supputation totale des pouvoirs d'achats, compter à la fois la monnaie émise et celle qui lui sert de support. Toute monnaie détenue par une banque doit donc être considérée comme une richesse solidifiée, à l'instar des autres actifs bancaires.

Les autres procédés d'annulation (échange contre des richesses non fluides, désendettement réciproque), consistent en ceci que la banque rend simplement au public un bien non monétaire qui lui avait été antérieurement cédé et annule un crédit correspondant. Ainsi lorsqu'une banque revend des titres, des effets de commerce ou des biens quelconques qu'elle avait achetés, elle est payée, soit dans sa propre monnaie, c'est-à-dire par un chèque sur sa caisse, soit en une autre monnaie scripturale ou légale : en l'une ou l'autre hypothèse un crédit se trouve annulé ou intégré dans un actif immobilisé. Il en est de même lorsque la banque obtient le remboursement d'une avance, c'est-à-dire lorsqu'elle restitue sa créance à son débiteur en échange d'une remise de monnaies : ou bien le débiteur remet en paiement son propre crédit qui n'avait pas

encore été utilisé, ou bien il obtiendra de ses propres débiteurs d'autres monnaies, que la banque immobilisera entre ses mains.

Mais, remarquons-le bien, ces divers phénomènes destructeurs de monnaie, inverses des phénomènes créateurs, ne sont point particuliers à la monnaie scripturale. Ils se produisent aussi bien pour la monnaie fiduciaire légale et nous dirons même pour la monnaie métallique. Les pièces d'or et d'argent peuvent à tout instant être fondues et affectées à un usage industriel. Quand le détenteur d'un billet de banque perd confiance en ce signe monétaire ou quand il veut simplement faire des paiements à l'étranger, il l'échange aux guichets de la banque d'émission contre des pièces d'or, c'est-à-dire qu'il l'annule. C'est par un phénomène exactement comparable que le crédit à vue en banque est assez souvent détruit par un prélèvement de billets. C'est là un phénomène d'annulation par substitution et non point un mode d'emploi, pas plus que le prélèvement d'or à la Banque de France n'est un mode d'emploi du billet. C'est pourquoi nous ne comprenons point M. Cauboue¹ quand il estime que les dépôts créés par une banque privée ont « un caractère excessivement précaire et fugitif » qui atténuerait leur rôle monétaire. La monnaie scripturale n'est ni plus ni moins précaire que le billet de banque. L'un et l'autre subsistent, en subissant d'incessants transferts, tant que le public leur conserve sa confiance et trouve leur emploi commode ; l'un et l'autre sont assujettis à une possibilité constante d'annulation, qui est indépendante de leur emploi.

Nous exprimerons cette vérité sous une autre forme en disant que les transactions dont la monnaie est l'instrument ne la font point disparaître, comme on le croit communément

¹ CAUBOUE, op. cit., *Journal des Economistes*, Mars 1928, p. 362.

ou du moins comme le langage courant le donnerait à penser. On dit par exemple que tel ou tel genre de négociations, et plus spécialement celles qui se font à la bourse des valeurs, « absorbent des capitaux », c'est-à-dire qu'elles détruisent la monnaie qui leur sert d'instrument. Influencés sans doute par ce préjugé vulgaire, les gouvernements s'efforcent parfois de canaliser l'émission des banques centrales ou même des banques privées dans des directions déterminées, d'alimenter en monnaie tel marché qu'ils jugent anémié, d'en rationner un autre qui leur paraît pléthorique. L'échec de ces tentatives a confirmé l'erreur théorique qui les avait inspirées. Lorsqu'un achat de marchandises a été payé en billets ou en chèques, la monnaie subsiste, quoiqu'ayant changé de mains, et son nouveau détenteur la conservera vraisemblablement pour ses futurs achats. Sans doute il est possible qu'il la détruise, soit par substitution pour se procurer une autre monnaie (or, billets, crédits) plus conforme à ses goûts ou à ses besoins; soit par une annulation pure et simple, s'il a une avance à rembourser, des traites à payer, des titres à racheter à la banque. Mais cette destruction monétaire est indépendante de la transaction qui l'a précédée et le premier détenteur de la monnaie eut pu aussi bien l'annuler de quelque façon. La monnaie qu'on emploie un jour à tel genre de négociations peut jouer le lendemain le même rôle ou passer dans un autre marché. Le vendeur d'une valeur mobilière en rachète une autre ou bien il acquiert une automobile, une maison, un stock de marchandises. La bourse des valeurs est à ce point de vue semblable à tous les marchés. Ce n'est qu'une passoire, ou encore un vase communicant avec d'autres récipients et auquel il est parfaitement vain de vouloir imposer un niveau d'eau particulier. La banque d'émission comme les banques privées sont donc incapables de régenter l'emploi de la monnaie qu'elles émettent. Une fois mise au monde, la monnaie se perd dans l'énorme

malaxeur où l'activité économique brasse les marchandises les plus diverses.



Il nous est possible maintenant, connaissant les différentes espèces de monnaie et le mécanisme qui les introduit dans la circulation ou qui les en retire, de tracer un tableau d'ensemble du stock monétaire qui représente à un moment et dans un pays déterminés le pouvoir d'achat du public.

Il comprend :

1° Toutes les espèces métalliques existantes, sauf celles qui figurent à l'actif de la banque centrale.

2° Le passif à vue de la banque centrale, déduction faite des billets et des soldes créditeurs qui appartiennent à des banques privées ou à des services d'Etat fonctionnant comme des banques (comptes postaux, caisse des Dépôts, etc...).

3° Le passif à vue des banques privées, déduction faite des soldes créditeurs qu'elles posséderaient les unes sur les autres, malgré les principes que nous avons exposés.

4° Le passif à vue de l'Etat ou des particuliers quand ils font fonction de banquier dans les conditions que nous avons définies.

5° Le passif à vue non comptabilisé de la banque centrale et des banques privées, c'est-à-dire les avances consenties et non encore utilisées.

6° Le passif à court terme de l'Etat quand il est représenté par des effets que la banque d'émission est obligée d'escompter au gré de leur détenteur.

Sur cette masse ainsi définie, chacune des incessantes créations ou destructions monétaires reste sans effet perceptible, mais l'ensemble des entrées ne compense pas toujours

exactement les sorties. Tantôt le stock monétaire se dilate, tantôt il se rétrécit. Pour connaître les causes de ses variations, la connaissance du mécanisme qui produit ou détruit la monnaie ne nous suffit plus. Il nous faut étudier les attitudes et les réflexes humains qui accélèrent ou qui retardent son fonctionnement.

CHAPITRE III

CAUSES DES VARIATIONS DE LA MASSE MONÉTAIRE

Des notions que nous avons acquises jusqu'à présent sur la nature de la monnaie nous dégagerons deux idées principales. D'une part, la monnaie est créée pour les besoins du public, pour lui permettre de donner la forme qui lui convient à sa richesse présente ou future. D'autre part, elle est essentiellement le produit de l'activité professionnelle des banques (banques d'émission ou banques privées), exception faite pour les espèces métalliques, dont le rôle actuel est restreint, et pour la monnaie d'Etat, qui disparaît en période normale. De ces deux groupes opposés, employeurs et producteurs de monnaie, quel est donc celui qui règle le rythme des créations et des annulations de monnaies et qui détermine ainsi les variations de la masse monétaire ?

Beaucoup d'auteurs donnent à cette question une réponse unilatérale, parce qu'ils l'étudient sous l'angle qui correspond le mieux avec l'ensemble de leur système économique. D'une part les économistes restés fidèles aux théories classiques considèrent volontiers que les créations et les destructions de

monnaies ne dépendent que des producteurs de crédit ; qu'elles sont donc indépendantes des volontés ou des réflexes du public, celui-ci étant toujours prêt à accepter les monnaies qu'il plait aux banquiers d'émettre ou à les leur restituer avec la même passivité. Au contraire, d'après une doctrine plus récente connue sous le nom de *théorie des besoins de la circulation*, la masse monétaire varie selon l'activité et l'importance des transactions, c'est-à-dire selon la demande du public ; le banquier ne jouerait en conséquence qu'un rôle absolument passif. « Il crée de la monnaie sans le vouloir écrit M. Emile Mireaux »¹. La répartition même de l'émission entre la banque centrale et les banques privées ne dépendrait ni de l'une ni des autres, mais seulement des habitudes du public en matière de paiement, c'est-à-dire de l'usage relatif qu'il fait du chèque ou du billet. M. Robert Wolff précise cette théorie dans les termes suivants² : « L'Institut d'émission ne crée pas des francs par simple caprice ou esprit de lucre ; il les crée lorsqu'on vient les lui demander... La cause (de ces créations) ce sont les besoins de la circulation. A une situation économique déterminée, caractérisée par un certain degré d'activité de la production et des échéances, par un certain niveau des prix et salaires, par les habitudes actuelles des diverses couches de la population concernant les dépôts en banque et l'emploi des chèques, correspondent, des *besoins incompressibles de billets de banque* ». Et il ajoute parlant plus loin, de la monnaie de banque : « les Etablissements de crédit ne provoquent pas spontanément la création de francs virement ; ils les créent pour satisfaire aux demandes de leur clientèle ».

Nous noterons par anticipation que ces deux théories opposées ont à la fois leur cause et leur prolongement dans le

¹ *Les Miracles du Crédit*. Op. cit., p. 115.

² *Note sur le système monétaire français*. Op. cit., p. 8.

problème des prix. Si l'on croit que le public n'est qu'un récepteur passif des signes monétaires qu'il plait aux banquiers d'émettre, on est logiquement conduit à penser que ces signes se déprécient ou s'apprécient en raison inverse de leur quantité et que la saturation du marché n'est évitée, en cas de multiplication de leur nombre, que par la baisse de leur valeur unitaire; autrement il faudrait admettre que les banquiers peuvent accroître à l'infini le bien-être de la collectivité par la seule émission de signes sans valeur intrinsèque. On a donc donné le nom de *théorie quantitative* à cette doctrine qui voit dans les variations des quantités monétaires la cause des mouvements des prix. Mais si elles n'en sont point la cause, elles en sont l'effet, car on ne saurait contester l'existence d'un rapport entre ces deux termes. C'est pourquoi la théorie des besoins de la circulation affirme que le montant de la masse monétaire dépend des nécessités du commerce, et par conséquent des variations des prix, auxquelles elle assigne une origine étrangère à la monnaie. Nous aurons dans notre seconde partie à revenir sur ce débat. Nous nous contentons pour le moment d'en indiquer les termes afin de permettre à nos lecteurs de rattacher en esprit les thèses que nous avons à discuter présentement avec celles, plus connues, qui s'affrontent à propos des prix.

Ces thèses nous apparaissent dès l'abord trop absolues. Nous avons dit déjà pourquoi nous préférons le pluriel « facteurs » au singulier « cause ». La vie économique nous semble composée, non pas d'un enchaînement de faits, dont chacun serait la conséquence du précédent et qui permettraient de remonter à une cause première, mais d'un ensemble d'équilibres qui dépendent tous les uns des autres, en sorte que la moindre modification de l'un d'entre eux se transmet à ses voisins. Il est donc difficile de distinguer les effets des causes. Le lien qui unit les divers phénomènes peut jouer dans les deux

sens et toute action détermine une réaction. C'est ainsi que le prix d'une marchandise dépend d'innombrables éléments que l'on groupe sous le nom de « l'offre » et de la demande, qu'il varie chaque fois que l'on modifie l'un des facteurs en question, mais qu'il les influence à son tour, puisque l'élévation des prix stimule la production et diminue la consommation.

Nous nous proposons de montrer que la monnaie est en cela une marchandise comme une autre. Elle a un producteur, le banquier, qui cherche à la vendre ou plutôt à la louer le plus cher possible ; elle trouve dans le public des acheteurs ou plutôt des locataires qui désirent s'en procurer au moindre coût. Elle est donc soumise à priori à la loi de l'offre et de la demande, qui détermine à la fois son prix et les quantités produites, et l'on ne saurait admettre que l'une des deux parties, producteur ou employeur de monnaie, jouât un rôle strictement passif. Si l'émetteur n'avait pas à tenir compte des besoins du public, il exigerait à coup sûr un loyer très élevé des monnaies produites et s'opposerait aux mouvements de baisse qui le font tomber parfois au-dessous du prix de revient. Si au contraire le public était assuré de trouver en toutes circonstances la monnaie dont il a besoin, il refuserait d'en payer, parfois très cher, la possession. L'existence d'un marché monétaire et d'un prix de la monnaie, prix variable dont les mouvements mécontentent tour à tour les banquiers et leurs clients, nous montre à l'évidence que dans chacun de ces deux camps agissent des forces diverses, dont la résultante détermine le loyer et le volume total de la monnaie.

Puisque nous basons notre raisonnement sur le fait que la monnaie n'est pas gratuite, il nous faut à la fois démontrer l'existence et préciser la nature de son prix. Lorsque la monnaie est créée par endettement réciproque, il est évident que son bénéficiaire paie un loyer au banquier qui l'a produite, sous forme d'un intérêt débiteur proportionnel à l'avance ou

à l'escompte obtenus ; sans doute reçoit-il un intérêt créateur sur le compte de dépôt créé en contre-partie, mais ce second intérêt est toujours plus faible que le premier en sorte qu'un loyer net reste acquis au banquier. Sa rétribution est moins apparente quand la création monétaire résulte d'une transformation de richesses, d'un achat fait par la banque et payé par une émission de monnaie fiduciaire ou scripturale : elle existe néanmoins, mais sous une forme négative, en ce sens que le demandeur de monnaie cède au banquier une richesse productive de revenu, telle que des titres ou des immeubles, et qu'il reçoit en échange des billets improductifs ou des crédits à vue faiblement rémunérés ; le loyer consiste ici en un manque à gagner, mais qui n'en est pas moins une charge réelle pour l'une des parties au profit de l'autre. Seule l'émission par substitution ne procure aucun bénéfice au banquier parce que précisément ce n'est pas une véritable création susceptible d'enrichir la masse monétaire, qu'elle ne donne aucun pouvoir d'achat nouveau au détenteur de monnaie et ne comporte aucun risque pour le producteur ; c'est un simple échange de commodités dont les avantages sont équivalents pour les deux parties : la banque d'émission qui fournit des billets contre des pièces d'or voit volontiers augmenter son encaisse métallique et son client est satisfait d'avoir entre les mains une monnaie d'un transport facile. Il arrive même, et c'est le cas général pour les crédits à vue émis par les banques privées en contre-partie d'un dépôt d'espèces légales, que les substitutions monétaires donnent lieu à une rétribution non plus du banquier, mais du bénéficiaire de la monnaie qui reçoit un léger intérêt. Cette inversion du loyer normal s'explique par ce fait que l'opération apporte à la banque un avantage considérable en fortifiant ses disponibilités en lui permettant ainsi d'augmenter ses opérations productives alors qu'il est à peu près indifférent à son client de posséder de la monnaie B. E. ou B. P.

Sauf les substitutions monétaires, qui, nous le répétons, ne comportent aucune modification de la masse totale, la création des monnaies a donc pour conséquence nécessaire le paiement d'un loyer par leur détenteur à leur producteur. Loyer variable à l'infini selon les banques et selon la nature de la contre-partie qui leur est fournie. Les avances de la banque d'émission sont généralement peu coûteuses et ses escomptes le sont moins encore, mais ni les billets ni les crédits qu'elle remet en échange ne comportent le moindre intérêt qui vienne alléger la charge de celui qui les a demandés : le loyer brut de la monnaie se confond ici avec le loyer net. Quant aux monnaies B. P., leur prix brut est généralement plus élevé, très variable d'ailleurs selon le crédit du client, mais leur prix net s'établit après déduction de l'intérêt créditeur servi aux comptes à vue et dont le taux dépend du crédit de la banque.

Bien que la monnaie lui soit onéreuse, le public en détient toujours une certaine quantité parce qu'elle lui rend le service de faciliter ses transactions. Mais il va de soi que chaque individu pèsera à tout instant les avantages et les inconvénients de la possession monétaire, et que suivant les résultats de cette comparaison, où le prix de la monnaie joue un très grand rôle, ses demandes seront plus ou moins pressantes. De même, les banques, malgré le profit qu'elles retirent de leurs émissions, seront plus ou moins disposées à les étendre selon les inconvénients qu'elles entraînent et les bénéfices qu'elles procurent. Ainsi se trouve démontrée la complexité des facteurs qui déterminent les créations ou les annulations monétaires et le caractère trop simpliste des théories qui croient ces opérations régies par une cause unique. Nous étudierons donc successivement l'état d'esprit du public et celui des banquiers, cherchant les raisons qui, chez l'un, font varier la demande et, chez les autres, l'offre de la monnaie.



Quels sont donc les services que le public attend de la monnaie ?

Ils se résument dans l'expression « Pouvoir d'achat ». Mais tantôt l'achat est envisagé de façon prochaine et précise : on est à peu près décidé à se rendre acquéreur dans un délai relativement court de telle ou telle marchandise et c'est pourquoi on conserve momentanément l'intermédiaire utile, mais coûteux, qu'est la monnaie. Tantôt au contraire son emploi est remis à un avenir indéterminé, son objet est imprécis et le but poursuivi semble être simplement d'accumuler de la valeur en vue de transactions lointaines : on dit alors que la monnaie sert d'instrument d'épargne ou de thésaurisation, ce qui est encore conforme, nous l'avons dit, à son rôle essentiel d'intermédiaire des échanges. Prévision des achats décidés et prochains d'une part, des achats hypothétiques et éloignés d'autre part, tels sont les deux facteurs qui provoquent la demande de monnaie et dont il nous faut étudier les variations.

En tant qu'instrument des transactions actuelles, la quantité de monnaie demandée par le public subit incontestablement l'influence des mouvements généraux des prix. Nous n'entendons point par cette affirmation résoudre d'avance le problème des prix ni prendre parti contre la théorie quantitative. Même si cette théorie est exacte et si nous démontrons par la suite que les mutations monétaires font enchérir ou se déprécier les marchandises, nous pouvons admettre que par une sorte de choc en retour, les mouvements des prix modifient la demande de monnaie. A fortiori l'influenceront-ils s'ils sont dûs à des causes extra-monétaires. En toute hypothèse on ne saurait contester — et les faits sont là pour le prouver — qu'à l'élévation du niveau général des prix doivent correspondre l'accroissement des moyens de paiement. En outre et même si

les prix restent stables, la demande de monnaie peut être stimulée ou ralentie par les variations de l'activité commerciale. Si les transactions se multiplient, si les commandes industrielles affluent, les entreprises doivent augmenter leur fonds de roulement et demander aux banques de leur procurer un supplément de disponibilités. Le coût de la monnaie leur paraîtra peu de chose auprès des bénéfices nouveaux qu'elles espèrent. Comme précisément l'activité commerciale coïncide souvent avec la hausse des prix, nous pouvons dire que, toutes choses égales d'ailleurs, la quantité de monnaie qu'exigent les échanges tend à s'accroître dans les périodes prospères, à diminuer au cours des crises économiques.

Il paraît en être autrement pour la portion du stock monétaire qui répond aux besoins de la thésaurisation. Les individus qui cherchent dans la monnaie le moyen d'accumuler un pouvoir d'achat dont ils ne prévoient ni la date ni le mode d'emploi, sont d'autant plus tentés de le faire que le niveau des prix semble s'orienter vers la baisse, car dépréciation des marchandises signifie valorisation monétaire. Ils se résignent facilement à la perte d'un revenu dans l'espoir d'une plus-value en capital. C'est donc pendant la période descendante de la courbe économique que tend à s'accroître la thésaurisation, non plus seulement, comme autrefois, par accumulation de métaux précieux, mais sous forme de billets de banque et de comptes de dépôt. Elle absorbe alors, en partie du moins, les monnaies dont le commerce n'a plus besoin et les lui restitue quand il se ranime.

Toutefois les demandes de monnaie que provoque la thésaurisation en temps de crise ne nous paraissent pas comparables à celles qui résultent, en période d'essor, de l'activité commerciale. En effet, on exagère volontiers l'importance de la thésaurisation et l'on se trompe souvent sur sa nature. On croit l'apercevoir dans beaucoup de phénomènes

monétaires dont elle n'est pas nécessairement responsable et on ne songe point à la chercher en dehors de la monnaie, là où elle se manifeste habituellement.

Certains publicistes imputent au désir de thésauriser tout accroissement des comptes de dépôt en banque. Pourtant les crédits à vue représentent en majeure partie les disponibilités que les industriels, les commerçants ou les particuliers se sont constituées en vue d'un emploi prochain et qu'ils n'investissent pas en placements rémunérateurs parce que, précisément, ils en ont besoin à brève échéance.

D'autres auteurs considèrent uniquement l'émission des billets de banque et voient l'effet de la thésaurisation dans toute augmentation de leur montant, surtout quand ce sont les grosses coupures de 500 ou de 1.000 francs, impropres aux règlements courants, qui sont particulièrement demandées. Ce phénomène pourtant ne prouve pas nécessairement que le public thésaurise et peut signifier simplement que par esprit de méfiance à l'égard des banques privées, il désire substituer des espèces légales à sa monnaie scripturale. Depuis certaines défaillances qui se sont produites en France en 1930, beaucoup d'entreprises ont ainsi des billets en coffre-fort, au lieu d'être créditrices en banques, mais dans leur esprit ces billets jouent le même rôle que des dépôts et doivent servir à leurs prochains règlements.

Le véritable thésaurisateur, c'est-à-dire l'individu qui veut investir sa richesse sous un faible volume et la lier étroitement à la valeur de la monnaie, n'est nullement obligé pour cela de lui faire prendre la forme monétaire et nous concevons même assez mal les raisons qui le pousseraient à ce choix. Il doit logiquement préférer un procédé aussi sûr et moins coûteux, le placement en bons à court terme (un an ou deux) émis par l'Etat ou par d'importantes firmes privées. Ces investissements, exprimés eux aussi en unités monétaires, lui

garantissent aussi bien que la monnaie la possession d'un pouvoir d'achat stable et qui peut même s'accroître si toutes les marchandises se déprécient. En raison de leur échéance rapprochée leur cours ne saurait s'écarter sensiblement du pair, et surtout ils n'ont pas, comme la monnaie, l'inconvénient de priver leur détenteur de tout revenu. Pour recourir à la forme purement monétaire, il faut que le thésaurisateur juge la crise assez forte pour ébranler la situation financière de l'Etat et des firmes privées les mieux assises. Mais alors quelle monnaie pourra légitimement lui inspirer confiance ? Sera-ce le compte de dépôt, alors que les banques les plus solides peuvent être ébranlées ? Sera-ce la monnaie B. E. ? Mais, si le crédit public est atteint, l'Institut d'émission peut être contraint, par les difficultés financières de l'Etat et des particuliers, au cours forcé et à la dépréciation du billet de banque. En ce cas ce n'est pas la thésaurisation monétaire qui s'impose, mais bien au contraire la fuite devant la monnaie ou du moins devant ses signes conventionnels. Les espèces métalliques pourraient offrir un dernier refuge, mais ce refuge lui-même est moins sûr qu'on ne le croit communément, car si les dévaluations monétaires se multiplient, il se pourrait fort bien que l'étalon-or fût universellement abandonné et que ce métal, réduit aux seuls usages industriels, subît lui aussi une forte dépréciation.

Sans nier l'existence d'une certaine thésaurisation monétaire, qui se manifeste surtout dans les périodes de baisse des prix et qui contribue alors à ralentir le resserrement de la masse totale des monnaies, nous croyons donc qu'elle n'exerce sur cette masse qu'une influence assez limitée. Elle n'est le fait que d'un petit nombre de gens, assez prévoyants pour s'inquiéter de l'avenir, mais assez aveugles en même temps pour s'illusionner sur la sûreté du procédé qu'ils choisissent. Le seul motif sérieux d'une importante thésaurisation de

monnaie, de billets de banque surtout, résulte peut-être de la crainte du fisc : en temps de crise les difficultés financières de l'Etat inquiètent les possédants et leur font rechercher, dans le billet de banque, la forme de richesse la plus anonyme et la moins saisissable qui soit.

Il nous faut mentionner encore un genre de thésaurisation venue de l'extérieur et plus important dans ses conséquences que la thésaurisation intérieure. Au cours d'une crise économique générale, beaucoup d'étrangers recherchent la monnaie qui paraît leur offrir les meilleures garanties de stabilité. C'est là vraisemblablement le sens du mouvement qui depuis quelques années précipite l'or en France et qui y provoque de nombreuses émissions de billets. La thésaurisation est alors la conséquence, non plus d'une crise nationale, mais au contraire d'une situation monétaire relativement saine.



Nous croyons avoir montré que les besoins de la circulation jouent un rôle important dans les fluctuations de la masse monétaire. Faut-il aller plus loin et admettre avec M. Wolff que leur influence est déterminante et que les demandes « incompressibles » du public règlent seules le niveau des émissions de monnaies B. E. ou B. P. ? Nous estimons au contraire que ces besoins sont assez élastiques et que la banque d'émission comme les banques privées, peuvent, soit opposer à leur expression un refus direct, soit les comprimer en se montrant plus exigeantes quant au loyer ou quant aux garanties de la monnaie émise.

Il est évident en effet que si ces établissements voulaient se départir de leur prudence habituelle, ils pourraient augmenter énormément le volume de leurs escomptes et de leurs avances. En tout temps il se trouve des prodiges qui

sont disposés, pour peu qu'un banquier s'y prête, à transformer en monnaie, c'est-à-dire en possibilité de jouissances immédiates, non seulement leurs richesses réelles et actuelles, mais encore leurs richesses hypothétiques et futures. C'est une vérité d'expérience que les banques n'ont pas à chercher leurs débiteurs et n'ont généralement que la peine de discriminer les bons des mauvais. Le loyer de la monnaie n'est pas de nature à arrêter les demandes, si le banquier se contente de garanties assez vagues. Que sera-ce si ce frein se desserre, s'il plaît aux banques publiques ou privées de bailler leur monnaie pour peu de chose ou pour rien ? Ce ne seront plus seulement les prodiges qui auront recours à leurs services, mais encore tous les gens raisonnables, puisque avec une monnaie peu coûteuse ils pourront se procurer des titres productifs, des immeubles de bon rapport ou des biens de toute sorte dont ils jouiront à peu de frais. Poussons le raisonnement à l'absurde : si la banque d'émission jetait ses billets par les fenêtres, si des avions les semaient dans les rues, croit-on qu'ils ne trouveraient pas preneur ? Les besoins du public nous paraissent donc extensibles à l'infini, d'où il s'ensuit qu'ils sont également compressibles. Donc, la masse monétaire ne dépend pas seulement de la demande, mais aussi de l'offre, c'est-à-dire des influences diverses qui agissent sur le banquier, créateur de monnaie.

Pour bien comprendre l'état d'esprit de ce producteur, il faut nous rappeler les conditions assez particulières dans lesquelles il exerce sa profession. D'une part, la recherche du bénéfice le pousse à augmenter indéfiniment les quantités produites, puisque son prix de revient est surtout composé de frais généraux et reste, en toute hypothèse, inférieur à son prix de vente. Mais d'autre part, qu'il soit créateur de monnaies scripturales ou de billets de banque, il est exposé au risque, qui s'accroît avec ses émissions, d'une disparition subite de la

confiance publique en la monnaie qu'il émet ou en toutes les monnaies de la même catégorie. Pour parer à ce risque qui se réaliserait par des demandes massives de monnaie-semence, le banquier doit en détenir une quantité suffisante par rapport au montant de son passif à vue, c'est-à-dire qu'il doit proportionner ses émissions aux disponibilités qu'il possède. Il est donc tiraillé entre deux influences contraires, entre la recherche des bénéfices et la crainte de la banqueroute. Aussi, fait-il varier sa production entre deux limites, celle au-dessous de laquelle il ne gagnerait rien, son profit brut étant absorbé par ses frais généraux, et celle dont le dépassement compromettrait la solidité de sa maison. Il évolue de l'une à l'autre en tenant compte à la fois des variations du profit et de celles du risque, se rapprochant de la barrière supérieure quand le taux de l'intérêt s'élève et quand la confiance du public paraît inébranlable, revenant vers la limite inférieure quand cette double tendance se renverse.

Telles sont les influences générales, recherche du profit et crainte du risque, qui agissent sur les divers créateurs de la monnaie, banques privées ou banques d'émission. Toutefois elles ne s'exercent pas de façon identique sur ces deux genres d'établissement en raison des dissemblances profondes qui les séparent.

Le risque de retraits massifs oblige les banques privées à proportionner leurs crédits à deux éléments de leur actif : d'une part la quantité de monnaie B. E. qu'elles possèdent sous forme de billets ou de crédits à vue sur la banque centrale ; d'autre part au papier court, muni de bonnes signatures, dont elles sont à peu près sûres d'obtenir le réescompte, et qui constitue de ce fait une sorte de monnaie B. E. virtuelle. Nous ne saurions trop insister sur ce second point, car son importance semble méconnue par les économistes les mieux informés des questions de monnaie scripturale. A leurs yeux les banques

privées peuvent étendre à l'infini leurs émissions, pourvu qu'elles conservent dans leur caisse un assez faible pourcentage d'espèces légales. « En l'absence de réglementation légale, écrit Monsieur le Professeur Ansiaux, ¹ l'inflation de crédit a pu se donner libre cours. Si l'on adopte le multiplicateur 10, très insuffisant, mais encore relativement élevé, une banque de dépôts disposant de 100 millions sous forme de billets ou en compte à vue à la banque centrale peut ouvrir sur ses livres 1 milliard de crédit à sa clientèle ». M. Petritzi ² soutient une opinion analogue. Or en réalité les banques de dépôts doivent conserver, non seulement une proportion assez faible de monnaie B. E. réelle, mais encore une proportion beaucoup plus forte de monnaie B. E. virtuelle, en sorte que le total des crédits à vue qu'elles émettent dépend assez étroitement de la politique de la banque d'émission.

Quant au profit qu'elles peuvent retirer de leurs opérations de crédit, les banques de dépôt l'évaluent en déduisant du loyer brut qui leur sera payé le coût de la monnaie-semence. Pour s'en procurer la quantité nécessaire, elles doivent en effet, soit attirer les dépôts par l'octroi d'un certain intérêt, soit réescompter leur portefeuille à l'institut d'émission sous prélèvement d'un agio correspondant. Au total la quantité et le prix des monnaies scripturales qu'elles émettent seront donc influencés à la fois par la mentalité du public, c'est-à-dire par le degré de confiance qu'il leur accorde; par la quantité et le prix des monnaies B. E. qui leur sont remises en dépôt et par les facilités de réescompte que leur offre la banque centrale; enfin par le coût de cette opération, c'est-à-dire par le taux d'escompte officiel.

A certains égards, les banques privées sont assez indépen-

¹ ANSIAUX : *Evolution du crédit et contrôle des Banques*, p. 1.673. — *Revue d'Economie Politique*, Novembre 1934. Paris, Sirey.

² *La Monnaie Scripturale*, op. cit., p. 64.

dantes puisqu'elles évoluent librement entre des limites peu précises, que leur assignent la raison et l'expérience mais qu'elles ont la faculté juridique de transgresser. Elles jouissent d'une sorte de libre arbitre financier, qui leur permet de jouer un rôle étendu sur le marché monétaire et d'exercer en bien comme en mal une influence considérable. Etant cependant les premières victimes des erreurs qu'elles commettent, elles ont avantage à se conformer aux directives explicites ou implicites de l'Institut d'émission, leur fournisseur de monnaie légale.

C'est à des principes de même nature, mais plus impératifs puisqu'ils sont légaux ou statutaires, qu'obéit à son tour l'Institut d'émission. Il désire lui aussi, étant dans la plupart des pays société à but lucratif, étendre ses profits par le développement de ses émissions. Mais, par respect de la limite légale et aussi par prudence de gestion, il doit les proportionner à sa monnaie-semence, c'est-à-dire à son encaisse métallique ; il court en effet, comme la banque de dépôt, le risque qu'on cesse d'avoir confiance en sa monnaie, qui pour lui, et pour lui seul, n'a pas cours légal. Ses dirigeants exercent donc leur pouvoir propre en fournissant ou en refusant la monnaie fiduciaire qu'on leur demande, en pesant comme le banquier privé le profit et le risque de l'opération : risque variable selon l'état des esprits et leur degré de confiance en la monnaie fiduciaire, selon la situation de la balance des comptes et des changes étrangers. Enfin, par un souci que ne connaissent point les maisons privées la banque centrale s'efforce en raison de son caractère officiel, de seconder par sa politique monétaire l'action que les pouvoirs publics désirent quelquefois exercer sur les changes ou sur les prix. Si ces diverses considérations la déterminent à resserrer les crédits, elle oppose aux demandes, soit des conditions onéreuses qui en découragent une partie, soit même un refus direct, en contingentant les avances et les escomptes accordés à un même client ou en faisant une sévère

discrimination dans le papier qui lui est proposé. Pour accroître au contraire ses émissions, elle abaisse ses taux d'intérêt et elle a même la ressource d'imposer au public des quantités de monnaie qu'il ne demande pas, en achetant sur le marché ouvert des effets de commerce, des titres, des immeubles ou toutes sortes de biens, comme la Banque d'Angleterre le pratique couramment.

Malgré les règles très strictes qui lui sont imposées en tous pays la banque centrale jouit donc encore d'une certaine liberté d'allures et n'est pas réduite au rôle passif qu'on lui prête parfois. Elle est maîtresse de sa propre monnaie et elle exerce sur les banques de dépôt l'influence indirecte, mais réelle, dont nous venons d'exposer les causes. Grâce à ces deux ordres de pouvoirs, elle reste dans la plupart des pays l'agent principal de la politique monétaire.

Sa prépondérance avait sans doute été sérieusement menacée avant la crise de 1929 par les progrès des monnaies scripturales. C'est ce que constatait déjà, peu de temps après la guerre, M. Jules Décamps, chef des études économiques de la Banque de France. « De plus en plus, écrivait-il, l'Institut d'émission voit partout son influence s'affaiblir et les établissements de crédit s'affranchissent chaque jour davantage ». Il ajoutait que la France, où le public use relativement peu du compte de banque, était un des pays où la banque centrale gardait le plus d'action. Pourtant, même en France, au cours de la période d'essor qui précéda la crise, on vit pratiquer sur le marché hors banque des taux d'escompte sensiblement inférieurs aux taux officiels, ce qui semble bien prouver l'indépendance du marché monétaire. Dans le monde entier, les établissements de crédit multipliaient alors leurs émissions à l'infini. Tout souci de liquidité avait disparu et l'abdication des banques centrales paraissait consommée. Mais la crise actuelle a fait justice de ces pratiques trop audacieuses. Elle a rappelé

aux banques de dépôts que le public n'accorde à leur monnaie qu'un consentement toujours révocable, qu'elles sont donc exposées à des demandes massives de monnaie légale et qu'elles ne peuvent les satisfaire qu'en s'adressant à l'Institut d'émission. La crise, en obligeant les maisons privées à renforcer leur liquidité réelle ou virtuelle, a donc rendu aux banques centrales une grande part de leur ancienne influence. Elles ont d'ailleurs modernisé leurs méthodes et trouvé dans leurs interventions sur le marché libre de nouveaux moyens d'action.

De même enfin que la politique monétaire des banques centrales influence celle des banques de dépôts, de même leurs propres possibilités d'émission varient selon l'importance de la production des métaux précieux (pratiquement de l'or), qui constituent leur monnaie-semence. En dernière analyse les variations du stock d'or nous paraissent donc un facteur important des modifications qui se produisent dans la masse monétaire. Facteur important, disons-nous et non pas cause déterminante, car, si l'or est en régime normal le support unique de l'échafaudage monétaire, l'ampleur de l'édifice ne dépend pas uniquement de la largeur de la base : la volonté de l'architecte peut restreindre les dimensions de chaque étage ou au contraire les développer en encorbellement. Le nombre de monnaies B. E. que chaque unité d'or permet d'émettre est extrêmement variable ; de même chaque monnaie B. E. est la condition nécessaire, mais non pas suffisante, de la création d'une certaine quantité de crédits à vue. Si le stock d'or est doublé il est possible, mais non certain, que la masse monétaire soit augmentée. C'est ainsi que la population totale d'une tribu dépend en quelque mesure du nombre de couples primitifs qui l'ont formée, sans qu'on puisse établir à ce sujet une proportion rigoureuse. En résumé l'or fixe les limites du champ d'action où se meut le libre arbitre de la banque centrale, de même que celle-ci circonscrit moralement le terrain des banques privées.

Sans lui donner une importance exclusive qu'il ne possède point, il faut donc reconnaître son influence sur le marché monétaire.

Malheureusement, les quantités d'or produites ne tiennent guère à des causes économiques et sortent ainsi de l'objet de notre étude. Toutefois, elles dépendent en quelque mesure du niveau général des prix, les mines étant d'autant plus prospectées et fouillées que le pouvoir d'achat du métal est plus considérable. D'autre part, si au lieu d'envisager le stock mondial des monnaies, nous limitons notre étude à un pays déterminé, nous pouvons affirmer que la quantité d'or qui y vient servir de semence aux diverses sortes d'émission, dépend en majeure partie des circonstances économiques (balance des comptes, changes, prix, stabilité monétaire) et parfois aussi de causes sociales ou politiques sur lesquelles il est superflu d'insister.

**

Nous venons de décrire les influences qui s'exercent sur l'offre de monnaie dans un régime normal : nous entendons par là un système basé sur les métaux précieux et particulièrement sur l'or. Non point que nous ayons la superstition de l'étalon métallique et que nous considérions comme impraticable un régime qui s'appuierait sur d'autres marchandises ou qui ne comporterait même que des signes sans valeur intrinsèque : nous préciserons ailleurs notre pensée sur ce point. Mais en fait, toutes les organisations monétaires qui ont abandonné l'or l'ont fait jusqu'à présent à la suite d'un déséquilibre momentané ; leurs auteurs n'ont pas eu la prétention d'édifier un ordre de choses définitif, logique et cohérent, mais seulement de se résigner à un pis aller, en attendant des temps plus favorables qui permettraient de revenir à l'étalon-métallique. Nous sommes donc fondés à considérer comme anormaux les

divers régimes de papier-monnaie. Toutefois, en raison de leur nombre, de leur importance passée et présente, nous devons indiquer les conditions très particulières dans lesquelles s'exerce alors l'offre de monnaie par les différents producteurs.

Examinons d'abord le cas où la suspension de l'étalon métallique tient simplement à une maladie de l'économie privée, à une crise des changes comme en Angleterre en 1931 ou à un endettement intolérable des particuliers comme aux Etats-Unis en 1933. Les influences qui s'exercent sur la production monétaire ne sont alors que peu modifiées. Les banques privées ont les mêmes raisons et le même pouvoir de limiter ou d'accroître leurs offres de monnaie. La banque centrale est plus libre de ses mouvements, en ce sens qu'elle est affranchie par le cours forcé du souci de son encaisse métallique, mais en revanche elle est moins indépendante à l'égard de l'Etat, qui l'emploie comme instrument de sa politique économique.

Mais le plus souvent l'abandon de l'or a pour cause le désordre des finances publiques et la création d'une monnaie d'Etat pour combler le déficit budgétaire. Il ne s'agit plus ici des émissions habituelles de l'Etat agissant en banquier, c'est-à-dire recevant des dépôts en comptes courants dans certaines caisses publiques et ouvrant des crédits à vue correspondants. La monnaie dont nous parlons maintenant est émise pour payer ses dépenses et n'a donc d'autres limites que celles de ses besoins, que certaines circonstances développent jusqu'à l'infini. Tantôt l'Etat la crée directement, par l'impression de vignettes officielles qu'il assimile d'autorité aux signes monétaires préexistants. Tantôt il recourt à l'intermédiaire de la banque centrale, qu'il oblige à lui faire des avances considérables ou à escompter les effets à court terme qu'il fait souscrire par le public et par les banques privées.

Cette intrusion de l'Etat dans le marché monétaire le trouble de deux façons : d'une part elle peut accroître démesurément la

masse en circulation, puisque le nouvel émetteur est en même temps consommateur de monnaie, qu'il réunit l'offre et la demande en sa personne et qu'il n'est modéré par aucune puissance supérieure; d'autre part elle enlève à la banque centrale le contrôle du marché et rend inefficaces les moyens d'action qu'elle possède à l'égard de ses clients habituels. Ainsi que l'ont fort bien démontré MM. Wolff et Maroni dans leur théorie du circuit fermé, la Banque de France a été paralysée de 1914 à 1926 par l'existence d'une énorme dette flottante et n'a pu manœuvrer utilement son arme triple de la discrimination des crédits, de leur contingentement, des variations du taux d'intérêt. Quand elle refusait de la monnaie au public ou aux banques ou quand elle en augmentait le loyer, les demandeurs se tournaient vers l'Etat et lui demandaient le remboursement de leurs bons à court terme; l'Etat exigeait alors de nouvelles avances de la Banque, ainsi forcée par un détour, d'émettre de la monnaie malgré elle. Il est donc impossible à l'Institut d'émission de régler à son gré le niveau de la masse monétaire si l'Etat partage avec lui la commande des vannes par lesquelles cette masse s'alimente ou s'appauvrit.

*
**

Les facteurs qui déterminent les quantités de monnaie produites sont donc, comme pour toute marchandise, infiniment nombreux et complexes. D'un côté la demande de monnaie dépend de l'intensité variable des besoins auxquels la monnaie peut satisfaire, tant comme instrument d'échange que comme accumulateur de valeurs. De l'autre, l'offre est assujettie aux nombreuses influences qui agissent sur la volonté du banquier privé, sur la politique de la banque d'émission, sur l'extraction et les transferts internationaux de métaux précieux. Est-il possible après avoir analysé en détail ces différents facteurs

de procéder à une synthèse plus ou moins harmonieuse, de discerner comment ils se conjuguent ou se dominent, bref de formuler les lois générales qui commandent les variations des quantités monétaires ? C'est le dernier problème qui se pose devant nous en terminant ce chapitre.

Nous ne pouvons apporter à cette question une réponse définitive avant d'avoir élucidé les rapports de la monnaie avec les prix, son rôle dans les crises économiques. Cependant, les premiers résultats de notre analyse nous portent à croire que la masse en circulation se dilate au cours des périodes d'essor et se rétrécit pendant les phases de dépression. C'est qu'en effet les banques d'émission ou de dépôt ne songent guère à limiter leurs crédits que quand les circonstances paraissent compromettre leur stabilité. Au contraire, dans l'atmosphère de confiance qui accompagne l'activité des transactions et la hausse des prix, elles se prêtent volontiers à des créations monétaires dont le développement leur est extrêmement profitable. La demande de monnaie s'enfle alors avec le volume des transactions et avec le montant des commandes industrielles. Sans doute les périodes de crise voient-elles naître une autre sorte de demandes, que provoque la thésaurisation. Mais, nous l'avons dit, la thésaurisation peut se réaliser sous mille autres formes plus avantageuses que l'accumulation de monnaie. Elle engendre surtout des substitutions de billets de banque à des crédits à vue, qui frappent l'esprit du public mais qui n'ajoutent rien à la masse monétaire.

Nous voudrions trouver dans les statistiques une confirmation décisive de nos conclusions, mais leur signification n'est pas très nette. Elles indiquent bien de 1922 à 1929 un accroissement continu et très marqué de la circulation monétaire mondiale, tant en billets qu'en crédits à vue, qui est parallèle aux progrès de la production et du commerce général. Mais pendant les premières années de la crise, elles n'enregistrent

dans la plupart des pays et notamment en France qu'un fléchissement de la courbe monétaire, qui reste néanmoins orientée vers la hausse. C'est seulement en 1933 que commence le mouvement de diminution des crédits à vue dans les banques de dépôts, mouvement qui s'accroît en 1934 et 1935, ce qui confirme notre thèse.

Par ailleurs l'usage des statistiques implique les réserves suivantes :

1° Elles sont nécessairement incomplètes, ne pouvant tenir compte des crédits non écriturés, c'est-à-dire des facilités de caisse consenties par les banques et non encore employées, qu'il faut pourtant assimiler aux monnaies scripturales. Or, ces facilités de caisse s'accroissent en nombre et en importance au cours des périodes prospères; au contraire les banquiers les restreignent considérablement pendant les crises.

2° Si, pour connaître le montant de la masse monétaire on se contente de totaliser les espèces métalliques, les billets émis par la Banque centrale et l'ensemble des crédits à vue, on arrive à des doubles emplois, car une certaine quantité de monnaie de chaque genre sert de semence aux monnaies d'un autre genre et est, à cette fin, retirée de la circulation. Nous avons indiqué à la fin du premier chapitre les bases d'un calcul exact : il faudrait déduire du montant des monnaies d'or et d'argent l'encaisse inactive de la Banque d'émission, et du total des monnaies B. E., celles que détiennent les banques privées. Or, ce dernier renseignement est difficile à trouver dans les statistiques. Il est pourtant indispensable, car les banques augmentent précisément leur encaisse dans les périodes de crise et appauvrissent ainsi la circulation monétaire sans qu'il y paraisse au bilan de l'Institut d'émission.

3° Enfin, il se peut fort bien qu'au cours d'une crise mondiale, la circulation monétaire enfle dans un pays déterminé, bien qu'elle se contracte par ailleurs. Cette exception locale,

qui s'est produite en France au cours de ces dernières années, montre simplement que le pays envisagé est moins touché économiquement que beaucoup d'autres nations et qu'ainsi sa monnaie est devenue un instrument de thésaurisation universelle. Elle n'infirme en rien notre thèse, car le volume total des différentes monnaies nationales semble bien avoir diminué depuis 1929.

*
**

Nous connaissons maintenant le mécanisme de la production et de la destruction des monnaies; nous savons par quels facteurs humains il est mis en jeu. Pour arriver à une connaissance complète de la monnaie, il nous reste à rechercher les raisons de sa valeur intrinsèque afin d'aborder ensuite le problème des prix, c'est-à-dire des rapports qui s'établissent entre la valeur de la monnaie et celles des autres marchandises.

CHAPITRE IV

LA VALEUR DE LA MONNAIE

La monnaie a incontestablement une *valeur*, si l'on entend par ce mot, avec l'ensemble des économistes, « l'aptitude d'une richesse ou d'un service à procurer par voie d'échange une certaine quantité de richesses ou de services différents ». ¹ Mais si sa valeur se mesure à la quantité de marchandises que peut acquérir chaque unité monétaire, c'est-à-dire au niveau général des prix, il est vrai aussi qu'on ne saurait évaluer les autres richesses qu'en les comparant à la monnaie. La nécessité de cette comparaison n'implique donc nullement que la notion de la valeur réside en l'un des deux termes, que la monnaie ne vaut que parce qu'elle permet d'acquérir des richesses. C'est le contraire qui est vrai : elle permet d'acquérir parce qu'elle vaut quelque chose. La monnaie d'une part, les richesses solides de l'autre, ont chacune leur valeur propre, résultant de leur utilité et de leur rareté, valeur qu'ils mesurent précisément par leur échange. Il existe donc certaines raisons qui font de la monnaie un objet désirable.

¹ COLSON : *Cours d'Economie Politique*, T. I, p. 33.

Ces raisons peuvent être cherchées de deux côtés différents : soit dans les services que les signes monétaires, ou l'étalon qu'ils représentent, peuvent rendre en tant que marchandise, en dehors de toute transaction ; soit plus simplement dans l'utilité qu'ils présentent comme intermédiaires des échanges. En d'autres termes, leur valeur peut provenir de leurs facultés d'emploi extramonétaires ou de leurs fonctions monétaires.

La première opinion est la plus communément répandue. Pour le grand public et pour beaucoup d'économistes, la monnaie possède une *valeur intrinsèque*, qui provient du métal précieux, qui la forme ou qu'elle est censée représenter. Même quand le papier-monnaie est inconvertible, sa valeur est encore basée, dit-on, sur un retour possible à la convertibilité, et elle ne cesse de dépendre de l'importance de l'encaisse métallique qu'emprisonne l'Institut d'émission. Mais les phénomènes contemporains ont diminué le crédit de cette doctrine. Quelques-unes des monnaies qui, depuis 1914, ont rompu ou desserré leurs attaches avec l'or, n'ont subi de ce fait aucune dépréciation ; d'autres, telles que la couronne suédoise, se sont valorisées au-delà du pair métallique ; d'autres enfin ont baissé à tel point que l'ensemble de leurs signes représentatifs n'avait plus qu'un pouvoir d'achat inférieur à celui de l'encaisse métallique qui était censée les gager. Dès lors il devient difficile d'expliquer la valeur de la monnaie par celle de l'or, et l'on peut se demander si elle ne provient pas uniquement de son rôle d'intermédiaire, indépendamment des services directs que ses matérialisations sont susceptibles de rendre.

Pour résoudre le débat dont nous venons d'indiquer les termes, il convient, selon nous, de distinguer la *cause originelle* de la valeur de la monnaie et sa *cause actuelle*, c'est-à-dire de chercher, d'une part sur quelles bases un système monétaire peut être créé, et d'autre part à quels éléments doit sa valeur présente une monnaie déjà ancienne et acceptée par le public.



Historiquement, la monnaie a toujours été ou a toujours représenté une marchandise qui puisse être employée utilement en dehors de tout échange. Depuis de longs siècles l'or et l'argent ont supplanté les autres intermédiaires en raison de leur inaltérabilité et de la valeur importante et stable qu'ils possèdent sous un faible volume. Les emplois industriels ou artistiques dont ils sont susceptibles leur confèrent une utilité marchande sur laquelle on a longtemps basé, à tort ou à raison, celle de la monnaie. A l'heure actuelle encore, il n'est point de système monétaire qui, même sous le régime du cours forcé, ne comporte une encaisse métallique pieusement conservée par l'Institut d'émission et dont la seule et invisible présence semble communiquer à la monnaie son pouvoir d'achat.

Mais cette constatation de fait n'entraîne point une nécessité de principe. Il est possible de concevoir un système monétaire *indépendant de toute richesse matérielle et qui serait simplement basé sur un service*, à condition qu'il s'agisse d'un service de valeur stable et d'utilité générale, c'est-à-dire pratiquement d'un service rendu par l'Etat. Imaginons un pays totalement dépourvu de métaux précieux ou d'autres richesses monétisables. Le souverain pourrait, en échange des marchandises ou des prestations qu'il demande, offrir des bons qui conféreraient à leur porteur quelque droit utile, celui par exemple de circuler sur les routes, de naviguer sur les rivières, de chasser ou de pêcher. Comme ces bons présenteraient un intérêt certain pour la généralité des habitants, ils seraient vite acceptés sur le territoire entier en règlement de toutes les transactions et leurs nouvelles fonctions monétaires feraient oublier leur usage primitif.

Enfin, on peut même supposer que le service représenté par la monnaie nouvelle soit simplement celui de permettre

d'acquitter un impôt : non pas un impôt antérieurement établi, car on établirait alors un lien entre la monnaie nouvelle et celle qui l'a précédée ; non pas un impôt « ad valorem » basé sur les prix ou sur les bénéfices, car ni les prix ni les bénéfices n'existent avant la monnaie ; mais *un impôt personnel*, égal pour tous, sans rapport avec les richesses possédées, en un mot une capitation. En d'autres termes, l'Etat informerait ses ressortissants que chacun d'eux sera astreint au bout de l'an à lui payer un certain nombre de bons, que nous appellerons des « souverains » et il s'offrirait en même temps à leur en remettre, suivant un tarif déterminé, en échange de telle ou telle marchandise, de telle ou telle prestation. Il est évident que les habitants tâcheraient de se procurer pendant l'année la quantité de ces signes nouveaux qui leur sera nécessaire le 31 Décembre, soit en traitant avec l'Etat sur les bases prévues, soit en concluant diverses transactions avec ceux qui ont obtenu de l'Etat des « souverains » en surnombre. Le « souverain » deviendrait ainsi moyen d'échange habituel. Sa valeur aurait pour cause originelle les ennuis et les châtimens divers qui attendent le contribuable récalcitrant et que sa possession permettrait d'éviter. Elle serait donc d'autant plus élevée que ces peines seront considérables et égale à la valeur des marchandises ou des prestations que la crainte des sanctions de l'Etat décide chacun de ses sujets à lui fournir.

On ne saurait aller plus loin et admettre que la monnaie puisse se passer à l'origine de la moindre utilité intrinsèque. Si en effet il prenait fantaisie à l'Etat d'émettre de prétendus signes monétaires en papier, non convertibles en une richesse quelconque et incapable de rendre le moindre service, on ne peut concevoir qu'ils fussent acceptés de la première personne à qui l'Etat les offrirait en échange d'un objet utile. « Vous m'affirmez, dirait-elle, que ces signes deviendront bientôt l'intermédiaire habituel des transactions et que je pourrai donc

les employer à mes paiements, mais vous ne pouvez me le démontrer et dans le doute, je préfère garder ma marchandise.»

Nous pouvons donc conclure qu'il n'est point nécessaire qu'une monnaie ait un rapport immédiat ou lointain avec les métaux précieux, ni qu'elle représente une richesse matérielle, ni même un service positif comme le droit de pêcher, ou de chasser; elle peut être basée sur un service négatif, comme celui que rend l'Etat à l'un de ses sujets en le dispensant des châtiments que sa toute puissance pourrait lui infliger. Mais elle doit, en toute hypothèse, posséder à l'origine une valeur d'usage réelle, indépendante des services qu'elle rend dans la circulation des richesses. Et cette valeur est nécessairement égale, puisque les deux termes d'un échange sont équivalents par principe, à celle de la première marchandise ou prestation qu'obtient en contre-partie son émetteur.



Si un système monétaire ne saurait être établi sans que l'étalon sur lequel il repose possède une utilité propre il n'est pas certain que la valeur de la monnaie continue à dépendre de la cause qui l'a fait naître. Une monnaie basée sur les métaux précieux subira-t-elle toujours l'exclusive influence des avantages et des agréments qu'ils peuvent procurer en dehors de toute fonction monétaire? Sa valeur actuelle sera-t-elle constamment liée à sa valeur originelle? C'est la seconde question que nous nous posions en commençant ce chapitre.

L'opinion commune, influencée par la durable stabilité que la pratique de l'étalon-or avait donnée à la plupart des monnaies, s'est longtemps prononcée pour l'affirmative, mais un examen plus minutieux des phénomènes contemporains a permis à des économistes éminents de contester la doctrine classique avec de solides arguments. Nous renvoyons en parti-

culier nos lecteurs au beau livre de M. Bertrand Nogaro : *La Monnaie et les phénomènes monétaires contemporains* ¹

« Lorsqu'un vendeur, constate M. Nogaro, accepte en paiement une monnaie d'or ou d'argent ou le signe qui la représente, il n'envisage guère la valeur marchande du métal, ses facultés d'emploi industrielles ou artistiques, mais plutôt l'usage monétaire qu'il en fera par l'achat d'autres marchandises; il se réfère mentalement non point au poids de métal précieux qui lui est remis, mais à l'unité de compte abstraite derrière laquelle il aperçoit toute une série de marchandises ayant une valeur au moins équivalente à celle dont il se sépare. Ce qu'entrevoit le répétiteur qui se fait payer une leçon vingt francs, c'est qu'elle représente deux ou trois repas ou un chapeau ou tout un ensemble de choses que nous pouvons avoir pour vingt francs. Ainsi à mesure que se développe la notion de monnaie, elle se détache peu à peu de celle d'une quantité déterminée d'une marchandise déterminée, pour devenir la notion d'une unité de compte ayant un pouvoir d'achat déterminé et c'est seulement lorsque le doute naît sur la permanence de ce pouvoir d'achat que la notion d'une monnaie marchandise se réveille. Nous ne croyons pas qu'il soit psychologiquement exact de dire que, avant la guerre, le public acceptait le billet de banque parce qu'il le savait convertible en espèces : seul le professionnel, le banquier, avait ce souci; il suffisait au public d'être convaincu que ce billet lui vaudrait quand il l'aliénerait, non pas une certaine quantité d'or, mais la quantité de marchandises qu'il savait pouvoir se procurer en échange. La préférence pour l'or ne s'est manifestée que par suite d'un doute sur la stabilité du pouvoir d'achat du papier, et non pas précisément parce que l'or est une marchandise, mais, plus exactement, parce qu'il est une monnaie universelle, acceptée partout et assurée par

¹ Paris, Giard, 1924.

conséquent de conserver sa fonction d'instrument d'échange et un pouvoir d'achat relativement constant. »

A ces constatations d'ordre psychologique, M. Nogaro ajoute une série d'arguments d'une logique rigoureuse et fondés sur des faits incontestables. On sait que le régime bimétallique qui fut en vigueur en France, puis dans l'Union Latine, de 1803 à 1878, réussit à maintenir entre le cours de l'or et celui de l'argent un rapport stable de 1 à 15,50, dont bien des facteurs économiques (production, consommation, etc.) tendaient pourtant à les écarter : ceci prouve que les deux métaux tiraient leur valeur, non point de leur utilité et de leur rareté propre, mais seulement du pouvoir d'achat de la monnaie de compte française, contre laquelle ils étaient toujours échangeables en quantité déterminée. « C'est, écrit M. Nogaro¹, la valeur du métal étalon qui, sous le régime de la frappe libre, se trouve liée à celle de l'unité monétaire, dont les variations se mesurent, quel que soit l'instrument dans lequel elles s'incorporent, par la hausse ou la baisse moyenne des prix ».

Il est incontestable en effet que si tous les Etats retiraient à l'or ses prérogatives monétaires et le réduisaient ainsi aux seuls usages industriels, ce métal, comme fit l'argent après l'abandon du bimétallisme, se déprécierait par rapport aux monnaies, à condition bien entendu que celles-ci aient été soustraites à des causes propres de dévaluation.

A l'appui de notre thèse nous citerons encore le curieux phénomène qui s'est produit en Suède pendant la dernière guerre. L'entrée de l'or ayant été interdite, la couronne, ainsi libérée de tout lien fixe avec les autres monnaies et quoique restant convertible à l'intérieur, fit l'objet d'un mouvement de hausse sur le marché des changes et acquit un pouvoir d'achat supérieur à celui que possédait l'or à l'étranger : ainsi

¹ *La Monnaie*, p. 245.

à l'intérieur des frontières suédoises l'or recevait sa valeur de la monnaie nationale au lieu de lui communiquer la sienne. En d'autres pays il est arrivé souvent que la monnaie conserve sa valeur intérieure, bien que l'établissement du cours forcé l'ait brusquement détachée du métal jaune; quand elle se déprécie, c'est souvent par l'effet de certains événements qui coïncident avec le cours forcé et qui l'expliquent mais qui n'en sont pas la conséquence, tels que la guerre, le déséquilibre de la balance commerciale, les émissions excessives, etc...; le pouvoir d'achat que la monnaie conserve encore dans cette hypothèse montre clairement que l'or cause originelle de sa valeur, n'en est plus la cause actuelle.

A ce dernier argument on répond, il est vrai, que la valeur d'une monnaie inconvertible provient encore de la réserve métallique que garde l'institut d'émission et qui pourrait un jour rentrer dans la circulation, de même que le cours de certains titres qui ne donnent plus de dividendes reste soutenu par la perspective de futures répartitions. Pour que cette objection fut valable, il faudrait qu'elle reposât sur une constatation psychologique exacte. Or, il ne paraît pas qu'il en soit ainsi; la plupart des individus s'inquiètent fort peu de l'encaisse inactive et ne règlent point d'après son importance relative ou d'après les probabilités de retour à la convertibilité, le prix qu'ils demandent ou qu'ils offrent des marchandises échangées. Si cet or était brusquement anéanti à l'insu du public, la valeur de la monnaie ne s'en trouverait pas modifiée, et il est probable qu'après une longue période de stabilité de fait, telle qu'il s'en est produit dans plusieurs grands Etats au cours du XIX^e siècle, les initiés pourraient sans inconvénient laisser la vérité se répandre.

Telles sont les raisons pour lesquelles sans méconnaître les garanties de stabilité que l'or peut conférer, nous verrons comment, aux systèmes monétaires, le pouvoir d'achat d'une

monnaie ne nous paraît pas provenir de l'étalon sur lequel elle repose. S'il est vrai que la monnaie doit sa valeur originelle aux avantages directs qu'elle procure en tant que marchandise ou que service, elle prend, au fur et à mesure que son emploi se généralise, une autre valeur dont il nous reste à expliquer la formation progressive.

*
**

Comment donc la monnaie, qui ne vaut à l'origine que par la jouissance intrinsèque qu'elle peut procurer — plaisir esthétique ou avantage industriel attaché à la possession de l'or, rapport d'une tête de bétail, droit de naviguer, de chasser, de payer tribut au souverain — comment acquiert-elle à l'usage une valeur supérieure ?

Alors qu'au début elle n'est recherchée qu'en vue de son utilisation directe et par ceux-là seuls que cette utilisation intéresse, on s'aperçoit progressivement des avantages qu'elle offre comme intermédiaire des transactions. Les particuliers et l'Etat s'habituent à la prendre comme mesure de toutes les richesses, de tous les services qu'ils offrent ou demandent au public. Ainsi devient-elle peu à peu capable de procurer, non plus seulement une jouissance, qui n'intéresse qu'un nombre restreint d'individus, mais toutes les marchandises ou prestations désirables. Son utilité s'accroît avec l'activité des échanges et comme, par hypothèse, elle est émise en quantité limitée (sans quoi il serait inutile de parler de sa valeur), elle est recherchée par tous ceux qui ont des paiements à faire et qui consentent pour l'obtenir à donner plus qu'elle ne valait à l'origine. En définitive, sa valeur nouvelle, qui se mesure à la quantité de richesses que chacune de ses unités permet d'acheter, a pour base son utilité et sa rareté. La monnaie vaudrait moins, si l'on n'envisageait que ses avantages directs,

si elle n'était pas utile en tant qu'intermédiaire des transactions et si elle était émise à volonté en sorte que n'importe qui put s'en procurer à n'importe quel moment sans rien fournir en échange.

Faut-il en conclure que toute variation de sa quantité modifiera sa valeur et par conséquent son pouvoir d'achat ? Ce n'est pas évident, car la valeur de beaucoup de richesses n'est pas inversement proportionnelle à leur rareté, mais cette déduction possible nous amène à l'étude des mouvements généraux des prix et de leurs causes.

DEUXIÈME PARTIE

LA MONNAIE ET LES PRIX

CHAPITRE I

POSITION DU PROBLÈME DES PRIX LES THÉORIES EN PRÉSENCE

Les économistes admettent unanimement l'existence d'un rapport plus ou moins souple entre la masse monétaire et le niveau général des prix. Il est évident en effet que, la possession de la monnaie étant onéreuse, par le loyer qu'elle coûte ou le revenu qu'elle fait perdre, nul ne la conserve inutilement : si, comme le veut la théorie des besoins de la consommation, la demande du public est le facteur principal de la création des monnaies, les individus ne sollicitent des banques que les quantités nécessaires à leurs prochains achats, la thésaurisation à forme monétaire n'ayant pas, nous l'avons vu, l'importance qu'on lui attribue ; si au contraire l'offre joue un rôle exclusif, toute émission nouvelle due à l'arbitraire des banquiers provoque des achats de marchandises que l'on ne songeait point à faire, et par conséquent fait monter les prix. Ou bien le public ne demande que les monnaies correspondant à ses besoins — et ceux-ci dépendent évidemment du niveau des prix — ou bien il utilise celles dont on lui impose la possession et détermine

ainsi l'enchérissement de toutes les marchandises. Mais il n'y a guère, sur le marché, de monnaie qui ne corresponde à des transactions prochaines ou prévues. Les deux théories contraires que nous avons déjà exposées aboutissent sur ce point à la même conclusion.

Elles cessent d'être d'accord quant au sens de la relation dont nous venons de démontrer l'existence, l'une voyant dans les phénomènes monétaires la cause, et l'autre l'effet, des variations des prix.

D'après la théorie quantitative qui a longtemps régné en maîtresse, les mouvements des prix dépendent nécessairement de la quantité de monnaie dont dispose le public, et l'on ne saurait concevoir d'autre cause assez générale pour faire varier en même temps le cours de toutes les marchandises. Cette manière de voir a longtemps paru confirmée par les faits. Une hausse générale des prix a suivi, dit-on, les conquêtes d'Alexandre et le pillage des trésors perses; il en fut de même au xvi^e siècle après la découverte de l'or du Mexique et du Pérou, puis au milieu et à la fin du xix^e siècle, après la mise en exploitation des mines de Californie et du Transvaal. Dans l'intervalle de ces différentes périodes le stock monétaire s'appauvrit et les prix baissèrent en même temps. En s'appuyant sur ces diverses constatations on donna au rapport monnaie-prix l'aspect d'une relation de cause à effet, en vertu de laquelle tout accroissement ou toute réduction de la masse monétaire devait entraîner mathématiquement la hausse ou la baisse des cours.

La complexité des phénomènes monétaires qui se sont produits depuis 1914 a fait mettre en doute la vérité absolue de ces assertions. Certains économistes, tout en restant fidèles au principe quantitatif, l'ont assoupli en lui enlevant son aspect rigide et exclusif, en renonçant à chiffrer les variations des prix par rapport à celles du stock monétaire. D'autres sont

allés plus loin et, s'inspirant de la théorie des besoins de la consommation, ont transposé les termes du problème et affirmé que les quantités de monnaie en circulation dépendent du niveau général des prix au lieu de les déterminer.

Entre ces doctrines contraires il nous sera permis de rechercher une solution moyenne. La qualité de leurs défenseurs, la valeur incontestable des arguments qu'on emploie de part et d'autre, nous fait présumer qu'elles contiennent toutes deux une part de vérité et que leur seul défaut est de réduire à une cause unique des phénomènes extrêmement complexes. Comme l'écrit fort bien M. Robert Wolff,¹ « rien n'est plus fréquent en économie politique que les réactions mutuelles par lesquelles s'opère le retour à un équilibre stable. Des schémas théoriques ne sont qu'une façon commode d'examiner certains aspects des phénomènes et presque toujours la réalité est un mélange complexe entre des schémas simplifiés ».

D'ailleurs les conclusions de notre quatrième chapitre nous ont permis d'entrevoir, entre la masse monétaire et le niveau général des prix, un double courant d'actions et de réactions réciproques. Puisque les quantités de monnaie en circulation dépendent pour une part des demandes du public, il est vraisemblable qu'elles sont influencées par la hausse ou la baisse des marchandises, qui peuvent tenir elles-mêmes à des causes extramonétaires et en particulier aux variations générales de la production et de la consommation. Mais puisque d'autre part les banquiers possèdent le pouvoir de stimuler ou de freiner la demande de monnaie, leur attitude doit avoir une influence indirecte sur les dispositions des acheteurs et des vendeurs, et par conséquent sur les prix.

En pareille matière on ne saurait toutefois se contenter

¹ R. WOLFF : *Liaison entre prix et monnaie*. (Revue d'Economie Politique 1934, N° 6, p. 1.696). Paris. Sirey.

de probabilités. Il est nécessaire de procéder à un examen attentif du débat où s'opposent les quantitatistes et leurs adversaires et dont nous avons fait l'objet de notre seconde partie. Nous raisonnerons d'abord *à priori*, cherchant à déduire nos conclusions des principes généraux de l'économie politique et de la psychologie. Puis, procédant *par induction*, nous examinerons les faits, c'est-à-dire les concordances signalées entre les mouvements des prix et les variations de la masse monétaire. Au cours de ces études successives une double question sera constamment présente à notre esprit : les phénomènes monétaires ont-ils quelque influence sur le niveau général des prix ? Dans l'affirmative, peut-on ajouter que toute modification d'ensemble des prix leur est imputable ?

On comprendra sans peine l'importance de ce problème. Si, conformément à l'une des deux théories extrêmes, les prix sont indépendants de la monnaie, celle-ci ne joue qu'un rôle assez restreint dans l'activité économique et les études dont elle est l'objet sont purement spéculatives et d'intérêt limité. Plus au contraire elle apparaît comme un facteur important de la hausse ou de la baisse des cours, plus son étude prend d'intérêt, plus les questions monétaires se trouvent dominer à la fois la science pure et ses applications pratiques.

CHAPITRE II

DISCUSSION A PRIORI DE LA THÉORIE QUANTITATIVE

Les prix ne sont, on le sait, que l'expression d'un rapport de valeur entre deux richesses dont l'une est la monnaie et l'autre une marchandise quelconque. Lorsque l'ensemble des rapports établis de la sorte varie dans le même sens, on peut se demander si l'initiative du mouvement vient de la monnaie ou des marchandises.

La théorie quantitative pure se refuse à admettre qu'une même influence puisse agir à la fois sur les diverses sortes de richesses négociables. Elle considère donc la monnaie comme seule susceptible de modifier le niveau d'ensemble des prix, selon qu'elle est plus ou moins recherchée, plus ou moins désirable. Or, la valeur de la monnaie dépend selon la loi commune, de son utilité et de sa rareté. Comme celle de toute marchandise elle doit diminuer par l'abondance, s'accroître par la pénurie. En sorte qu'à l'inverse les prix doivent monter lorsqu'on multiplie les quantités monétaires et baisser quand on les réduit.

A cet argument d'apparence mathématique, on peut donner

aussi une forme psychologique. Un individu, dit-on, est d'autant plus disposé à acheter qu'il est mieux pourvu de monnaie. Si l'on double le pouvoir d'achat de la collectivité, la demande de marchandises sera sensiblement accrue; l'offre au contraire se réduira, les vendeurs ne subissant plus au même degré la pression de leurs besoins d'argent. Le niveau des prix s'élèvera sous cette double influence, comme il s'abaissera si l'on inverse les circonstances.

Ceux que nous appellerons les « antiquantitatistes » estiment au contraire que la valeur propre des marchandises est sujette à des variations d'ensemble sous l'influence de facteurs étrangers à la monnaie, tels que les variations relatives de la production et de la consommation, et surtout les mouvements du change. Ils ne contestent pas l'existence du rapport monnaie-prix, mais ils en renversent les sens. Ce n'est pas, disent-ils, parce que la monnaie s'est multipliée que la hausse des cours s'est produite, mais c'est parce que les prix se sont élevés qu'il a fallu fournir au public de nouveaux instruments d'échange.

Au fond de leur pensée les partisans de cette thèse ne croient pas à la valeur propre de la monnaie, parce qu'elle leur paraît dépourvue de cet attribut essentiel qu'est *la rareté*, parce qu'elle peut être produite en quantité illimitée. Pour eux, la monnaie est un objet vil, toujours offert par les banques au public, qui la prend au gré de ses besoins et l'abandonne de même. Telle que l'eau, elle n'a guère de valeur malgré son extrême utilité, puisqu'elle n'est point rare. « Pour admettre, nous dit en substance M. Nogaro ¹, que les quantités monétaires influencent les prix, il faudrait supposer qu'elles sont indépendantes de la demande du public et strictement limitées par la volonté des banques publiques ou privées ». S'il en était ainsi

¹ *La Monnaie*, op. cit., p. 162.

évidemment les vendeurs de marchandises, c'est-à-dire les demandeurs de monnaie, seraient amenés à vendre d'autant moins cher que la monnaie est plus rare et inversement, en sorte qu'aux causes extramonétaires de variations des prix, s'ajouterait une cause monétaire, ce qui donnerait partiellement raison à la théorie quantitative. Mais il n'en est pas ainsi, pense M. Nogaro ; les banques produisent de la monnaie au gré du public sans que l'intensité de la demande accroisse la valeur de l'objet demandé ; la monnaie est en cela semblable à beaucoup d'objets manufacturés, automobiles ou articles de nouveauté, qui peuvent être produits en quantités croissantes, sans augmentation de leur prix de revient.

Au vrai, chacune de ces doctrines opposées nous paraît avoir mis justement en relief une des causes qui influencent les prix, mais avoir eu le tort de nier par esprit de système l'action possible des autres facteurs.

Que le facteur monétaire ait son importance, comme le soutient la théorie quantitative, cela ne nous paraît pas niable si l'on a bien voulu admettre les conclusions de nos précédents chapitres : la monnaie possède en effet une valeur propre, qui n'est pas sans doute la valeur d'usage de la marchandise qu'elle représentait à l'origine, mais qui résulte de son utilité comme instrument des échanges et surtout de sa rareté ; elle est rare, économiquement parlant, parce que, contrairement à ce que l'on a pu soutenir, elle ne peut être produite au seul gré de ceux qui la recherchent. S'il est vrai que les besoins du public influencent les émissions, car on ne crée la monnaie que sur sa demande et on en crée d'autant plus qu'il en offre un loyer plus élevé, il est évident aussi que les dispositions des banquiers exercent une influence réelle, car ils peuvent accorder ou refuser la monnaie que l'on sollicite, stimuler ou entraver la demande par des conditions plus ou moins onéreuses. La monnaie sera même d'autant plus chère qu'elle est plus demandée, car ses

producteurs accroissent leurs risques généraux avec les crédits qu'ils accordent. Aussi, sa quantité ne peut être indéfiniment accrue sans augmentation de son prix, étant de ces marchandises dont la matière première, en l'espèce la monnaie-semence, n'existe qu'en quantité limitée. Toutes les causes naturelles de hausse du prix peuvent donc être contrariées par une insuffisance monétaire qui diminue le pouvoir d'achat des acquéreurs éventuels et qui force les vendeurs à être moins exigeants. De même un mouvement de baisse peut être ralenti ou même arrêté par une politique extrêmement libérale des producteurs de monnaie.

A l'appui de notre manière de voir nous citerons le maître éminent qu'est M. Colson ¹ : « On essaie quelquefois, écrit-il, de justifier l'inflation fiduciaire en disant qu'elle a un caractère commercial et non plus financier lorsqu'elle est la conséquence de la hausse des prix qui la devance et qu'elle a pour but de répondre aux besoins, non du Trésor, mais des affaires. Les publicistes qui invoquent cette excuse oublient que *la hausse des prix ne pourrait subsister si l'Etat et les banques se refusaient à mettre en circulation l'excédent de monnaie que le public réclame* ».

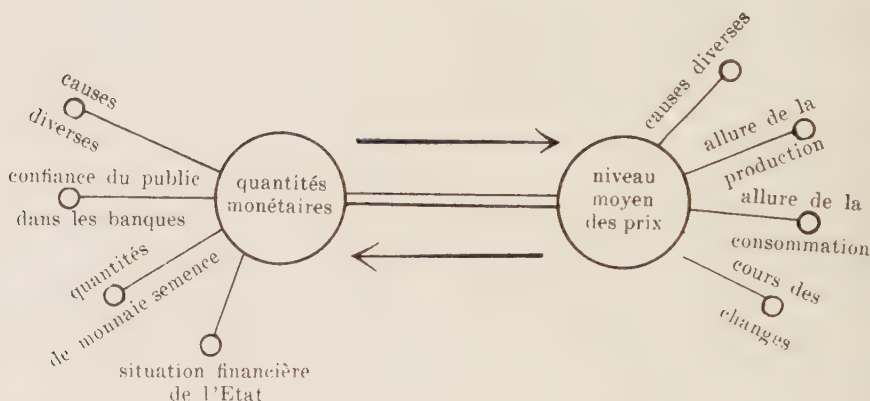
Mais, s'il est exact que les prix subissent l'influence de la masse monétaire ou plus exactement des dispositions des producteurs de monnaie, il n'en est pas moins vrai que la masse monétaire dépend en quelque mesure des nécessités du public et que celles-ci sont principalement déterminées par le niveau des prix. Il est inutile de démontrer qu'à tout accroissement important du volume des transactions devra correspondre une augmentation proportionnelle des instruments d'échange. A cela les quantitatistes absolus répondent il est vrai, que tout mouvement général des prix ne peut avoir d'autre cause

¹ *Cours d'Economie Politique*, Livre IV, p. 162.

qu'une modification réalisée ou prévue des quantités de monnaies en circulation. Mais c'est là précisément qu'ils se montrent trop arbitraires et exclusifs, car on peut concevoir — et nous essaierons de le démontrer par l'étude des faits — que les marchandises les plus diverses enchérissent ou se déprécient en même temps par l'effet des variations générales de la production ou de la consommation, c'est-à-dire sous l'influence de facteurs absolument étrangers à la monnaie. A ces raisons de hausse ou de baisse la théorie des besoins de la circulation ajoute les mouvements des changes étrangers, qui seraient la cause principale des oscillations des prix : nous aurons cependant à chercher dans quelle mesure les phénomènes cambistes sont distincts ou indépendants des phénomènes monétaires.

Il n'est pas contradictoire d'affirmer à la fois l'action de la masse monétaire sur les prix et des prix sur la masse monétaire, double pression dont les quantitatistes et leurs adversaires ont le tort de n'envisager qu'un seul aspect. Lorsque des lutteurs tirent une corde par les deux bouts en sens contraires, les mouvements de la corde sont provoqués tantôt par l'un des adversaires tantôt par l'autre, et le plus souvent sa position résulte d'un équilibre entre leurs efforts combinés. Ainsi les quantités monétaires et les prix sont étroitement liés entre eux et soumis en même temps, chacun de leur côté, à des facteurs particuliers. Le change, la surproduction ou la sous-consommation influencent directement les prix et par leur intermédiaire la masse des monnaies. A l'inverse, celles-ci reçoivent les premières, pour la transmettre aux prix, l'action des divers éléments qui pèsent sur leurs producteurs, c'est-à-dire la confiance ou la méfiance du public, la quantité et le coût de chaque monnaie-semence, la production de l'or, etc...

Nous rendrons cette comparaison plus sensible par le schéma suivant :



Ce schéma des relations qui existent entre la monnaie et les prix est d'ailleurs strictement conforme à la théorie générale de l'offre et de la demande. Cette loi, plus compréhensive qu'on ne le pense quelquefois, résume sous les vocables simples d'*offre* et de *demande* les éléments nombreux et complexes qui agissent sur les prix à travers les dispositions mentales du vendeur et de l'acheteur ; mais elle implique également que le prix fixé réagit à son tour par le même intermédiaire sur les divers facteurs, qui ont concouru à sa détermination. Parmi ces facteurs, tantôt actifs et tantôt passifs, se trouvent les phénomènes monétaires. En affirmant que l'état d'esprit des acheteurs, comme celui des vendeurs, dépend en partie de leurs disponibilités liquides, la théorie quantitative débarrassée de ses excès ne fait donc que mettre en lumière l'une des influences qui agissent sur l'offre et sur la demande. Elle ne doit pas être considérée comme la négation de la loi, mais comme une partie du système général que cette loi résume en une courte formule.

*
**

Même sous cette forme raisonnable, la théorie quantitative est encore injustement contestée. « Nous croyons, écrit

M. Robert Wolff,¹ que la base des dépenses individuelles doit être recherchée, non pas dans les signes monétaires conservés par chacun, mais dans le chiffre des revenus individuels, ainsi que dans l'état d'esprit, dans l'*animus* des détenteurs de ces revenus ». M. Wolff aurait certes raison si le pouvoir d'achat des individus leur était arbitrairement imposé, si, conformément à la thèse quantitative la plus absolue, l'importance de la masse monétaire dépendait des seuls producteurs de monnaie : dans ce cas évidemment les particuliers ne dépenseraient qu'une partie de l'argent liquide dont ils peuvent disposer. Mais cette hypothèse est fausse, comme M. Wolff le reconnaît lui-même par ailleurs. Le public contribue à la création des monnaies, puisque les banques ne lui en fournissent qu'en fonction des demandes, d'ailleurs très extensibles, qui leur sont faites. La possession de la monnaie étant coûteuse, chaque individu n'en demandera que la quantité strictement nécessaire aux dépenses qu'il envisage mais par contre ne décidera ses achats qu'en fonction des facilités monétaires qu'il est à même d'obtenir. Tantôt il dépensera moins que ses revenus et ne leur fera donc prendre que partiellement une forme monétaire ; tantôt il usera son capital et en rendra donc liquide une certaine portion.

On nous objectera peut-être que la monnaie a plusieurs usages, qu'elle n'est pas seulement instrument d'acquisition mais aussi moyen d'épargne, et qu'à ce dernier titre elle n'est guère susceptible d'influencer la demande de marchandises. « Quand on envisage, écrit M. Nogaro,² un accroissement de monnaie dans un pays donné, il s'en faut de beaucoup que cette monnaie soit destinée tout entière à aller sur le marché des produits finis et à accroître leur demande... La monnaie nouvellement émise est bien souvent stagnante, si elle ne répond pas

¹ Note sur le système monétaire français, page 73.

² NOGARO : *La Conférence de Londres et l'économie dirigée*. Journal *L'Information*, 20 Juillet 1933.

à un besoin des transactions ». Cette remarque est juste assurément, car la thésaurisation n'est pas un mythe. Mais il ne faut pas, nous l'avons dit, en exagérer l'importance. N'est proprement un thésaurisateur que l'individu qui accumule la monnaie sans aucune intention d'emploi immédiat ou prochain. Attitude assez exceptionnelle, pour les raisons que nous avons exposées¹. Les déposants de fonds dans les banques sont rarement des thésaurisateurs : s'ils n'avaient en vue quelque achat, ne fût-ce qu'un achat de titres, ils n'accepteraient pas de détenir une monnaie dont la possession est coûteuse et s'empresseraient de l'annuler en bloquant leur dépôt à terme ou par tout autre procédé. De même ceux qui, faute de confiance dans les banques privées, transforment leurs dépôts en espèces légales, ne thésaurisent pas nécessairement : ils ont changé de signes monétaires, mais s'ils ont conservé leur monnaie, c'est apparemment en vue d'achats prochains. Toutes ces disponibilités, fiduciaires ou scripturales, exercent sur la demande de marchandises une influence aussi réelle que celle qu'exerce sur l'offre les stocks qui pèsent sur le marché. Bien qu'elles paraissent sans emploi, elles sont déjà, le plus souvent, virtuellement utilisées par des achats conclus, quoique non payés, et dont leur existence a été la condition nécessaire. La véritable thésaurisation, celle qui ne correspond à aucun achat envisagé, ne nous paraît pas assez importante pour faire sérieusement contester que la plupart des individus règlent leurs dépenses sur la quantité de monnaie qu'ils possèdent ou qu'il leur est possible d'obtenir.

Il faut bien entendu s'entendre sur le mot *dépense*. M. Wolff ne semble l'appliquer qu'aux achats courants des particuliers ; c'est pourquoi il déclare que les dépenses se règlent d'après les revenus et non d'après les disponibilités monétaires.

¹ Cf. ch. III.

Or l'ensemble des transactions qui constituent la vie économique est infiniment plus vaste. Sont des dépenses tous les achats de l'Etat, des collectivités publiques, des sociétés industrielles ou commerciales, c'est-à-dire des personnes morales, pour lesquelles le mot de *revenu* n'a guère de sens, et qui achètent dans la mesure des disponibilités qu'elles ont voulu et pu se constituer. Les particuliers eux-mêmes ne limitent pas leurs achats aux objets nécessaires à leur entretien; ils font des placements, ils acquièrent des immeubles, des titres, des fonds de commerce : toutes opérations qui ne dépendent nullement de leur revenu mais de la liquidité de leur trésorerie. On ne saurait objecter que ces emplois de fonds affectent des marchés très spéciaux et sont ainsi sans action sur le niveau général des prix : aucune cloison étanche ne sépare les différents marchés et la monnaie circule de l'un à l'autre sans qu'il soit possible de diviser en compartiments sa zone d'influence.

*
**

Parmi les facteurs qui peuvent agir sur les prix et qui détermineraient leurs variations à l'exclusion de toute influence monétaire, les antiquantitatistes placent au premier rang les *mouvements des changes*. La hausse des devises étrangères, disent-ils, fait enchérir les objets importés et elle accroît de la part de l'étranger la demande des marchandises nationales; elle aboutit donc à l'élévation des prix intérieurs, de même que la baisse des devises entraîne leur diminution par un processus opposé. On sait qu'au contraire la théorie quantitative voit dans les mouvements des changes la conséquence des courants commerciaux provoqués par les variations des prix intérieurs, qui résulteraient elles-mêmes des phénomènes monétaires. Les deux thèses s'accordent donc pour juxtaposer au rapport *monnaie-prix* un second rapport *prix-changes*, mais elles ne s'entendent pas davantage sur le sens de cette nouvelle relation

que sur celui de la première. Comme chacune d'elles forme un tout cohérent, nous devons approfondir ce nouveau problème, dont la solution peut fortifier ou contredire celle que nous avons donnée au problème des prix.

S'il est vrai que le cours des changes dépend principalement de la balance commerciale, comme l'enseignaient les anciens manuels d'économie politique, la théorie quantitative est exacte. Selon que les prix intérieurs seront plus ou moins élevés que les prix extérieurs, les importations surpasseront les exportations ou inversement. Et dans cette hypothèse les prix ne peuvent guère subir d'autre influence que celle de la masse monétaire. Le change ne fait alors qu'enregistrer à l'extérieur la dépréciation ou l'appréciation de la monnaie. Il tend constamment à niveler les prix intérieurs avec les prix étrangers. D'où le nom de théorie de la *parité des pouvoirs d'achats* que le professeur Cassel a donné à cet aspect de la doctrine quantitative, dont il est l'un des plus ardents défenseurs.

Si au contraire les échanges commerciaux ne sont qu'un élément peu considérable de la balance des comptes, dont le cours du change ne fait qu'exprimer la tendance, il semble logique à première vue d'admettre que les variations des changes sont indépendantes de tout phénomène monétaire et qu'elles agissent sur les prix. C'est la théorie de l'*adaptation des prix aux changes*. Elle se relie étroitement à la théorie des besoins de la consommation, qui la prolonge depuis les prix jusqu'à la monnaie.

Une étude minutieuse des phénomènes cambistes qui ont suivi la guerre de 1914 a fourni à M. Nogaro¹ certains arguments en faveur de ce second système. Il attribue le dérèglement des changes, d'une part au règlement des dettes internationales, d'autre part aux crédits de spéculation, c'est-à-dire aux mou-

¹ NOGARO : *La Monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*.

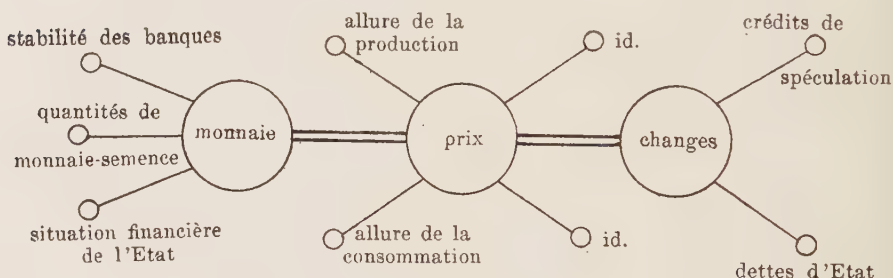
vements de fonds provoqués par la crainte de dépréciations monétaires ou la recherche de plus-values. Ces deux facteurs auraient entraîné en divers pays européens, et notamment en France et en Allemagne, la hausse des devises étrangères, puis celle des prix intérieurs et enfin par voie de conséquence l'abus des émissions monétaires pour satisfaire aux nécessités des transactions. De son côté, M. Robert Wolff, dans sa remarquable étude : *Liaison entre prix et monnaie*, montre qu'au cours de nombreuses périodes la dépréciation extérieure du franc a précédé et causé (ce qui est peut-être différent) la hausse intérieure des prix.

Nous admettons avec ces auteurs qu'à certains moments et peut-être en tous temps le cours des changes exerce une action sur les prix. Mais en définitive, nous croyons qu'il existe en sens inverse — et ce n'est nullement contradictoire — une action plus énergique des prix sur les changes, en sorte que la valeur extérieure de la monnaie dépend de sa valeur intérieure plus qu'elle ne l'influence.

Il nous semble en effet que, si l'on excepte certaines périodes où les paiements des dettes d'Etat et la « sarabande des capitaux » ont constitué les causes principales des transferts internationaux, le principal élément de la balance des comptes réside encore dans la balance commerciale, à condition d'y comprendre les exportations et importations invisibles (frêt, assurances, tourisme). Les règlements de dettes d'Etat sont des phénomènes exceptionnels qui ne sauraient expliquer les cas très nombreux de crise des changes. Quant aux crédits de spéculations, ils ne sont point indépendants des phénomènes monétaires : les capitalistes internationaux envoient leurs fonds là où la monnaie leur paraît la plus sûre et la plus capable d'appréciation ; ils les retirent au contraire des pays dont la politique financière fait craindre une inflation de monnaie. Ainsi le flux et le reflux des capitaux précède-t-il souvent les

phénomènes monétaires dont ils sont pourtant l'effet, en sorte que la précession des mouvements cambistes, dont parle M. Wolff, ne prouve nullement qu'ils soient la cause des variations des prix.

Nous concluons donc qu'il existe entre les prix et les changes des actions et des réactions réciproques qui complètent celles que nous avons déjà signalées entre la monnaie et les prix, et qui leur sont analogues. L'influence prédominante nous paraît cependant agir dans le sens monnaie-prix-change. Ajoutons que chacun de ces trois termes est soumis en outre à des facteurs qui lui sont propres. L'ensemble peut être schématisé comme suit :



Notre conclusion ne sera pas très différente de celle de M. Nogaro : « La dépréciation extérieure, écrit-il (*La Monnaie*, p. 178), que la théorie du change se propose d'expliquer, et la dépréciation intérieure, sont *deux phénomènes essentiellement distincts* car ils se manifestent et se mesurent par des constatations de faits différents (cours du change d'une part, variations moyennes des prix intérieurs d'autre part) et de plus, ils évoluent selon des courbes distinctes... Au reste, ne pas confondre ces deux phénomènes n'équivaut nullement à contester leur fréquente connexité ».

*
**

La théorie quantitative, trop longtemps considérée comme

l'explication définitive et suffisante des mouvements des prix, nous apparaît donc comme partiellement vraie, en ce sens que les *prix dépendent, parmi d'autres facteurs, de la quantité de moyens de paiement dont dispose le public.*

L'influence de la monnaie étant ainsi reconnue, on peut se demander si elle s'exerce toujours avec la même force. Les différentes formes monétaires, or, billets, crédits à vue stimulent-elles également le désir d'acheter ? Faut-il à ce même point de vue faire une distinction entre les émissions successives d'après la nature de leur gage ? Enfin la vitesse de circulation de la monnaie accroît-elle son action sur les prix ?

Pour répondre à la première question, il faut nous rappeler que certains signes monétaires peuvent servir à d'autres emplois qu'aux transactions immédiates ou prochaines. Ils constituent en même temps, soit des instruments de thésaurisation, encore que ce but soit moins souvent poursuivi qu'on ne le pense, soit des modes de placement en vue de l'obtention d'un revenu. Aussi leur possession stimule-t-elle d'autant plus les échanges qu'ils sont moins utilisables à d'autres fins. Les billets de banque ne peuvent guère servir qu'en changeant de mains, de sorte que l'accroissement de leur émission est une cause assez efficace d'enchérissement. L'or et l'argent sont plus aptes à la thésaurisation, ce qui réduit, sans la supprimer, leur influence sur les prix. Quant aux crédits en banque, ils possèdent, à côté du rôle monétaire que nous leur connaissons, l'avantage de procurer un revenu, qui, selon son importance, incite plus ou moins leur titulaire à les conserver et qui atténue ainsi progressivement leur action sur la demande de marchandises. Le banquier d'ailleurs augmente le taux d'intérêt qu'il leur alloue à mesure qu'ils lui paraissent mieux stabilisés par les habitudes particulières ou professionnelles de son client et surtout par certaines clauses de préavis qui restreignent sa liberté de retrait. Quand les fonds sont bloqués à long terme

leur rémunération devient importante, mais l'évolution est alors accomplie. Ce qui était monnaie est devenu richesse productive. Ce que nous avons comparé à un fluide s'est insensiblement solidifié, en passant comme la matière physique par une série d'états intermédiaires. Pour apprécier l'action de la monnaie sur les prix il faut donc tenir compte non seulement, de la quantité, mais aussi de la qualité, et substituer à la notion de *stock monétaire*, celle, plus vague mais, mieux adaptée, à la complexité des phénomènes économiques, de *l'état monétaire*, que déterminent à la fois le nombre des monnaies en circulation et leur degré de liquidité.¹

Par contre, il nous semble injustifié de faire entre les émissions monétaires successives, qu'elles consistent en billets ou en crédits à vue, une discrimination basée sur leur origine. On a prétendu que les émissions gagées par des métaux précieux ou même sur des escomptes de traites commerciales, c'est-à-dire sur des ventes de marchandises, restaient sans influence sur les prix, quelle que fut leur importance; au contraire l'inflation basée sur des prêts serait essentiellement malsaine et dangereuse. Cette distinction est factice à nos yeux, puisque la valeur actuelle d'une monnaie nous est apparue comme indépendante

¹ Sur cette question de l'influence quantitative des différentes formes monétaires nous regrettons de ne point partager la manière de voir de M. Petritzi (*La Monnaie scripturale*, pages 100 et suivantes). Pour M. Petritzi « la théorie quantitative est d'autant plus fausse que l'on s'écarte de la monnaie métallique »; l'or ne peut en effet subir la pression des prix; la monnaie fiduciaire est liée à l'or mais dépend aussi dans sa formation des besoins du public; la monnaie scripturale ne dépend que de ces besoins et n'est donc que le reflet des prix.

Ce raisonnement nous paraît méconnaître les liens, souples et indirects, mais très réels, qui rattachent la monnaie scripturale des banques de dépôts à la monnaie scripturale ou fiduciaire des banques d'émission, et, par leur intermédiaire, au stock d'or national. Quoiqu'en pense M. Petritzi, les banques privées ne sont pas libres de créer tous les crédits que leur demande le public, étant obligées de conserver un pourcentage élevé de monnaie B. E. réelle et surtout virtuelle (voir nos chapitres II et III).

de la marchandise qu'elle représentait à l'origine et basée seulement sur son utilité d'intermédiaire et sur sa rareté. La quantité d'or qui la gage importe peu à ceux qui l'emploient et pourrait disparaître subrepticement sans la déprécier. Nous ne méconnaissions pas l'utilité des règles relatives à l'encaisse métallique, mais nous verrons dans notre troisième partie qu'elles constituent plutôt une garantie contre des émissions exagérées et susceptibles de faire disparaître le caractère international de la monnaie, qu'un soutien direct de sa valeur. Quant aux signes monétaires émis en vertu de l'opération de crédit qu'on appelle l'escompte, pourquoi n'auraient-ils pas sur le marché la même action que la monnaie créée à la suite d'un prêt ? L'escompte est aussi capable que le crédit à découvert de stimuler la demande de marchandises ; dans les deux cas le pouvoir d'achat du public est accru dans la même proportion.

Enfin, certains auteurs ont tenté d'assouplir la théorie quantitative en ajoutant à la notion trop mathématique du nombre d'unités monétaires, celle de leur *vitesse de circulation*. Il semble évident au premier abord que si une pièce de monnaie sert, dans un temps donné, à trois transactions au lieu d'une, elle aura trois fois plus d'influence sur les prix et que par conséquent la rapidité des échanges multiplie l'action de chaque unité monétaire, comme la vitesse des transports ferroviaires multiplie le potentiel de chaque wagon. La comparaison serait juste si le possesseur de la monnaie la conservait après chaque opération et pouvait ainsi l'employer à plusieurs achats successifs, comme le propriétaire d'un wagon en conserve l'usage après chaque transport. Mais il s'en démunit au contraire chaque fois qu'il l'utilise, de sorte qu'il doit s'en procurer en quantité égale à celle des achats qu'il se propose, quelle que soit leur rapidité. Il ne faut pas isoler le marché de la monnaie de celui des autres richesses et croire qu'après avoir

conclu certaines transactions les acheteurs cherchent de la monnaie pour assurer leur règlement, en sorte que la quantité de monnaie nécessaire serait en raison inverse du nombre de paiements que peut faire chaque unité. Il n'est en réalité qu'un seul marché où les vendeurs de marchandises sont acheteurs de monnaie et inversement. Chaque opération fait changer de mains monnaie et marchandises, mais ne modifie à *priori* ni leur quantité ni leur utilité ni par conséquent leur valeur respectives. Quand les échanges se multiplient la vitesse de circulation des marchandises augmente en même temps que celle de la monnaie, et si leur rapidité devait diminuer l'utilité finale de chaque unité monétaire, il en serait de même de chaque marchandise, ce qui est contradictoire.

Pour que la monnaie se dépréciât par la rapidité des échanges, il faudrait admettre que l'état monétaire ne change pas, mais que par contre toute marchandise achetée est retirée du marché. Or, cette supposition est doublement fausse. S'il est vrai que certains acquéreurs consomment ou conservent l'objet de leurs achats, la plupart des marchandises achetées sont destinées à être revendues. Et il en va de même pour la monnaie : si certains vendeurs la remettent en circulation, d'autres l'annulent par l'un ou l'autre des procédés que l'on sait, n'ayant offert leur marchandise en échange qu'à fin de pouvoir payer leurs échéances ou de rembourser leurs dettes en banque. On nous objectera peut-être que ces diverses annulations ne sont pas définitives puisqu'elles soulagent la trésorerie du banquier et lui permettent de nouvelles créations monétaires. Cela est vrai, mais il est probable aussi que les marchandises vendues et consommées seront remplacées sur le marché par les soins des producteurs.

De quelque côté que l'on envisage le problème, la situation est donc exactement la même pour la monnaie que pour les marchandises, et l'on ne saurait concevoir que la multiplicité

des échanges modifiât les rapports de valeur de ces deux sortes de richesses.

*
**

Les prix restent donc dans notre pensée assujettis à la loi de l'offre et de la demande, en entendant cette loi de la façon la plus large, c'est-à-dire en lui faisant comprendre les facteurs qui déterminent la valeur des deux termes de l'échange, la monnaie d'une part, les marchandises de l'autre. Tout ce qui augmente ou diminue la désirabilité de la monnaie agit directement sur les prix et indirectement sur la production et la consommation des marchandises : en cela la théorie quantitative a raison. Mais il est vrai aussi que les prix subissent parmi d'autres influences, celle des quantités de marchandises offertes et qu'à leur tour ils provoquent l'accroissement ou la réduction du stock monétaire : en cela la théorie des besoins de la circulation a apporté des vues nouvelles et justes qui éclairent singulièrement toute cette partie de la science économique.

Pour peser ces influences diverses, pour savoir dans quelles circonstances certaines d'entre-elles deviennent prépondérantes, la seule déduction ne suffit plus. Notre raisonnement doit être vérifié par l'examen attentif des faits, que l'on peut répartir en deux groupes : d'une part les mouvements irréguliers des prix que relate l'histoire ancienne, moderne ou contemporaine ; d'autre part les oscillations périodiques où alternent avec une certaine régularité les temps de prospérité et les crises économiques.

CHAPITRE III

LES MOUVEMENTS IRRÉGULIERS DES PRIX

Nous ne saurions, dans le cadre restreint de cette étude, examiner par le détail tous les faits monétaires qui se sont produits au cours de l'histoire. Ce travail minutieux a d'ailleurs été fait, du moins pour les événements contemporains, par de savants auteurs, tels que MM. Nogaro, Aftalion et Robert Wolff.¹ Ils ont cherché d'une part s'il existait une concordance entre les variations de la masse monétaire, des prix et des changes, que l'on a pu relever en divers pays depuis 1914 ; d'autre part si cette concordance pouvait être transformée en un rapport de causalité et dans quel sens. Nous leur emprunterons, sinon toutes leurs conclusions, du moins l'usage de l'abondante documentation qu'ils ont procuré à leurs lecteurs. Mais, avant d'aller plus loin, quelques remarques préliminaires s'imposent sur la valeur relative des enseignements que l'on peut tirer de l'histoire et de la statistique.

¹ NOGARO : *La Monnaie*, op. cit. WOLFF : *Liaison entre prix et monnaie*, op. cit. AFTALION : *Monnaie, prix et changes*. Paris, Sirey, 1927.

Nous rappelons d'abord qu'il ne faut pas chercher dans la succession des faits économiques le même enchaînement rigoureux que l'on trouve entre les phénomènes physiques et qui permet d'établir dans ce dernier domaine des lois inéluctables. L'impossibilité de l'expérimentation empêche d'isoler un facteur pour démontrer son action. Les discordances que l'on peut donc relever entre les faits monétaires, les mouvements des prix et ceux des changes ne prouvent donc nullement l'absence de tout rapport entre ces divers phénomènes, car leurs relations normales ont pu être contrariées par des influences étrangères.

D'autre part les statistiques que l'on utilise pour ou contre la théorie quantitative tiennent rarement compte de tous les éléments qui composent la masse monétaire, telle que nous l'avons définie. Elles devraient susciter certaines réserves que ne font pas toujours ceux qui les emploient. Tantôt ceux-ci se contentent de dénombrer les billets de banque en circulation et s'étonnent ensuite que l'augmentation de leur nombre n'entraîne aucune hausse des prix. Tantôt au contraire ils négligent la monnaie légale pour ne mettre en évidence que l'inflation de crédit bancaire. *A fortiori* oublie-t-on les ouvertures de crédit non comptabilisées, puisqu'elles ne peuvent trouver place dans les statistiques. Enfin, ces documents tout mathématiques n'indiquent que *la quantité* des monnaies, alors que *l'état monétaire* susceptible d'influencer les prix dépend aussi de leur *qualité*, c'est-à-dire du degré d'excitation à la dépense qu'elles exercent sur leur détenteur.

Les statistiques des prix sont également incomplètes ou mal utilisées. Souvent elles ne portent que sur les marchandises de consommation habituelle et négligent celles qui constituent un capital, c'est-à-dire les machines, les immeubles, les valeurs mobilières, dont il faudrait pourtant tenir compte pour déterminer la dépréciation ou l'enchérissement général.

Enfin l'ordre chronologique des faits ne concorde pas toujours avec le sens du rapport de causalité, car l'effet peut précéder la cause. La crainte de l'inflation suffit parfois à faire monter par avance les prix et les changes. « Quand la hausse des prix, écrit très justement M. Colson,¹ précède pour des raisons psychologiques une inflation prévue avec certitude, ce n'en est pas moins celle-ci qui en est la cause, comme le coup de pistolet dont un homme est menacé est la cause de sa fuite ».

*
**

Les variations générales des prix que l'on a constatées peuvent être réparties en deux catégories nettement distinctes : d'une part, des *mouvements de longue durée*, qui se prolongent sur plusieurs dizaines d'années, parfois même sur un siècle, mais dont aucune périodicité régulière ne marque le retour, en sorte que leur cause semble purement accidentelle ; d'autre part, des mouvements plus courts, moins considérables dans leurs effets, mais qui se succèdent alternativement dans le sens de la hausse ou dans celui de la baisse, en oscillations cycliques dont on appelle *crise* la période descendante. Nous remettons au chapitre suivant l'étude des seconds. Quant aux premiers voici les principaux que l'histoire ait enregistrés avec quelque certitude :

1^o Dans la Grèce et l'Orient antiques une hausse des prix assez sensible après la mise en circulation par Alexandre des trésors des rois perses.

2^o Au xvi^e siècle, dans toute l'Europe, un enchérissement général et progressif, coïncidant avec la découverte de l'Amérique et l'exploitation intensive par les Espagnols de ses trésors et de ses mines. En France, les prix quintuplèrent entre le début et la fin du siècle.

¹ COLSON : *Cours d'Economie Politique*, op. cit. livre IV.

3° Dans la première partie du XIX^e siècle, de 1820 à 1852, les prix baissèrent de façon continue, mais assez modérément. La production de l'or tendait alors à décroître.

4° Sous le Second Empire, nouvelle période de hausse mondiale. On exploitait alors les mines récemment découvertes du Mexique et de la Californie.

5° A partir de 1873, baisse continue, en même temps que ces mines ralentissent leur production.

6° A partir de 1895 et jusqu'en 1914, les prix remontent, ce qui coïncide avec la découverte des gisements très productifs du Transvaal et du Klondyke.

D'autre part, chaque fois que certains Etats ont abandonné la monnaie métallique pour se livrer à des émissions excessives de papier-monnaie, on a constaté à la fois une hausse générale des prix intérieurs et celle des changes étrangers. Nous rappellerons, en particulier, le système de Law, les assignats et les nombreuses mutations monétaires qui se sont produites depuis 1914.

Cette longue série de concordance entre les variations des prix et celles de la masse monétaire semble bien confirmer l'existence d'un rapport entre les deux termes. Toutefois, il pourrait ne s'agir que de simples coïncidences, et, en admettant même une relation de causalité, il reste à savoir si elle joue dans le sens quantitativiste *monnaie-prix-change* ou dans le sens opposé *change-prix-monnaie*. Un examen minutieux s'impose mais il nous paraît suffisant qu'il porte sur les cas les plus typiques, les autres présentant à peu près le même processus. Les phénomènes qui auraient suivi les conquêtes d'Alexandre sont trop anciens et trop mal connus pour que nous les retenions. Les oscillations des prix que l'on a constaté au XIX^e siècle ont été trop faibles et trop accompagnées de faits nouveaux (relèvement des tarifs douaniers, développement de l'organisation ouvrière et de l'organisation patronale qui ont favorisé

l'une et l'autre la hausse des prix) pour que nous puissions les rattacher avec une certitude absolue aux soubresauts de la production de l'or. Nous nous en tiendrons donc, pour les régimes basés sur la monnaie métallique, à l'étude détaillée de l'enchérissement général qui se produisit au xvi^e siècle, et pour les autres à la dépréciation typique que le papier-monnaie a subi en France de 1916 à 1926.

*
**

De l'an 1520 à l'an 1600 environ, les prix s'élevèrent en Europe, et surtout en Europe Occidentale, jusqu'au quintuple ou au sextuple de leur niveau primitif. Dès cette époque, l'opinion commune attribua la hausse à l'or du Nouveau-Monde, que les galions espagnols et portugais déversaient en masse sur l'ancien continent. La science économique, quand elle naquit, adopta cette thèse, qui était conforme à la théorie quantitative la plus pure et qui paraissait seule susceptible d'expliquer l'intensité du phénomène.

Dès le xvi^e siècle cependant, le rapport de causalité entre l'invasion métallique et l'enchérissement général avait été contesté dans un écrit du temps, les *Paradoxes* du sieur de Malestroit, maître des monnaies et conseiller de Charles IX. Ses doutes et ses arguments ont été repris de nos jours par M. Bertrand Nogaro¹. Le vieil auteur et l'économiste contemporain imputent la hausse des prix, non pas à l'avalissement des métaux précieux, mais aux mutations monétaires dont les derniers Valois firent un usage immodéré. Ces rois, sans altérer le poids ni le titre des monnaies, élevèrent à plusieurs reprises le nombre de livres que représentait un même écu, en sorte que le poids de métal précieux correspondant à chaque unité de

¹ *La Monnaie*, op. cit., p. 143.

compte diminuait en proportion. Ainsi s'explique, d'après Malestroit et M. Nogaro, la dépréciation progressive de la monnaie et la hausse corrélative de tous les prix.

Mais dès l'an 1568, Jean Bodin avait publié sa *Réponse aux Paradoxes du sieur de Malestroit* et ses arguments en faveur de l'opinion commune nous semblent encore valables. Bodin concède à son adversaire que les mutations monétaires ont pu produire une hausse apparente, les prix s'élevant dans la mesure où s'affaiblit en poids chaque unité monétaire. Mais il affirme, en outre, l'existence d'un enchérissement réel, l'or et l'argent ayant eux-mêmes perdu une partie de leur pouvoir d'achat. Il fait observer que l'enquête de Malestroit a été légèrement menée, que les prix ont monté plus qu'il ne le dit, surtout le prix de la terre, seule base valable d'appréciation parce que, à la différence des richesses mobilières, sa quantité ne varie pas. Pour lui, la principale cause d'enchérissement est « l'abondance d'or et d'argent qui est aujourd'hui plus grande qu'elle n'a été depuis quatre cents ans ». A quoi il ajoute accessoirement l'extension des monopoles royaux, la disette causée par l'exportation des denrées vers la péninsule ibérique ou les Pays-Bas espagnols et par les dégâts des guerres de religion, enfin, les mutations monétaires sur lesquelles avait exclusivement insisté Malestroit.

La thèse de Bodin nous paraît fondée dans l'ensemble, et il semble bien qu'il y eût à cette époque enchérissement réel par rapport à l'or, et non pas seulement hausse apparente par rapport à la livre, monnaie de compte. De 1520 à 1525, on donnait environ 20 gr. d'argent pour un setier de blé. Il en fallait 55 gr. en 1550, 76 gr. en 1570, 110 gr., enfin, en 1590.¹ Qu'il faille chercher la cause principale de cette hausse dans les importations d'or et d'argent faites par les

¹ Chiffres cités par M. Meynial : *Les Finances publiques au XVI^e siècle*. Cours de doctorat, professé à Paris en 1919.

Espagnols, cela nous paraît ressortir avec évidence des faits qu'allègue Jean Bodin. Autrefois, nous dit-il, les Français s'occupaient surtout de cultiver leur fertile territoire, ne faisaient pas d'industrie et laissaient le commerce extérieur aux Vénitiens et aux Génois. « Or l'Espagne, qui ne tient vie que de la France, étant contrainte de prendre ici le blé, le drap, la menuiserie, nous va chercher au bout du monde l'or et l'argent ». On ne peut dire plus clairement que la hausse des prix fut provoquée par l'accroissement du pouvoir d'achat des peuples ibériques, largement pourvus de métaux précieux par leurs nouvelles possessions. M. Nogaro reconnaît lui-même que la principale poussée vers la hausse paraît s'être produite dans le troisième quart du xvi^e siècle, c'est-à-dire au moment où l'accroissement du stock métallique mondial était le plus caractérisé.

Remarquons-le enfin, on ne saurait soutenir ici que l'abondance monétaire fut l'effet et non la cause de l'enchérissement général : de toute évidence la découverte de l'Amérique fut un événement fortuit et la production de métaux précieux ne peut se régler selon les besoins de la circulation. Les événements que nous venons d'étudier confirment donc, au moins partiellement, la théorie quantitative, en montrant qu'un accroissement sensible de la masse monétaire peut entraîner une hausse correspondante des prix.

*

Quand des phénomènes analogues se produisent sous un régime de papier-monnaie, l'étroite concordance qui unit les mouvements de la masse monétaire à ceux des prix et à ceux des changes devient plus évidente encore, mais plus difficile à interpréter. Plus évidente, car les faits se déroulent alors avec rapidité : il ne faut que quelques années pour doubler

ou tripler le volume de la monnaie, en sorte qu'il est facile, dans ce court laps de temps, d'établir avec évidence l'interdépendance des faits et de déceler éventuellement l'action de tout facteur extramonétaire ; en outre, l'inflation fiduciaire s'exerce à l'intérieur d'un pays déterminé, ce qui restreint le champ d'observation et fait mieux ressortir, par comparaison avec les pays à monnaie stable, la connexité des phénomènes que nous étudions. Par contre, le sens du rapport de causalité devient alors moins visible, puisque, au rebours de l'or, la production du papier-monnaie est indéfiniment extensible et qu'on peut donc la croire réglée par les besoins du public.

Nous retrouvons donc ici le problème que nous avons déjà étudié *a priori* : est-ce la monnaie qui agit sur les prix et sur le change ; est-ce le change qui agit sur les prix et sur la masse monétaire ? Nous chercherons, pour le résoudre, à interpréter les faits typiques dont la France fut le théâtre de 1914 à 1926.

La hausse des prix commença en 1914, mouvement assez faible au début, plus accentué de 1917 à 1920, momentanément arrêté de 1920 à 1922, repris à cette date, pour aboutir, en 1926, à un indice moyen six fois supérieur à son chiffre d'avant-guerre. Le cours des changes fut maintenu au pair par des moyens artificiels jusqu'en 1919, puis il s'éleva comme les prix intérieurs, connut des alternatives diverses et aboutit en 1926 à une stabilisation de fait qui consacrait une dépréciation des quatre cinquièmes de la monnaie française. Quant aux signes monétaires en circulation, monnaies fiduciaires ou monnaies scripturales, leur quantité fut considérablement augmentée. En 1913 le montant total des billets de la Banque de France était de moins de six milliards : il s'éleva à 37 milliards en 1919, 40 en 1924, 53 en 1926 ; en même temps les dépôts à vue dans nos quatre grands établissements de crédit passaient de 6 milliards en 1913, à 12 en 1919, 15 en 1924 et 22 en 1926 ; à quoi il faudrait ajouter le montant des Bons de la Défense Nationale

à moins de trois mois, que la Banque de France devait escompter au gré du porteur et qui constituaient, de ce chef, une monnaie virtuelle.

Ces trois sortes de phénomènes ne se produisirent pas toujours dans le même ordre : tantôt les variations de la masse monétaire précédèrent celles des prix, puis celles des changes ; tantôt ce fut l'inverse. Dans l'ensemble, cependant, on pût établir entre eux un certain parallélisme, qui fut généralement interprété comme une preuve nouvelle de la théorie quantitative : la monnaie se dépréciait, à l'intérieur comme à l'extérieur, par suite des émissions excessives de signes monétaires.

Toutefois, divers auteurs ont vu dans la hausse des prix l'effet, soit du brusque affaissement de la production et de l'accroissement de consommation qui résultaient l'un et l'autre de l'état de guerre, soit et surtout de la crise des changes, qu'ils considèrent comme indépendante de l'inflation monétaire. Que valent ces deux explications ?

La première nous paraît insuffisante, pour plusieurs raisons. En premier lieu, seule la consommation de certaines matières premières ou objets fabriqués s'est accrue pendant les hostilités, alors que la hausse s'est étendue à toutes les marchandises. D'autre part, on ne saurait invoquer le ralentissement de la production pour la période d'après-guerre et notamment pour les années 1924 à 1926, au cours desquelles les prix reprirent leur marche ascendante et atteignirent leur maximum. L'activité industrielle et agricole ne cessait alors de s'amplifier et la consommation était revenue à ses limites normales. Pour cette même raison l'effondrement du mark allemand, qui se produisit de 1921 à 1924, ne peut être davantage imputé à ce genre de causes.

Si, d'ailleurs, on attribue la hausse des prix à l'exagération des dépenses publiques, on renforce la théorie quantitative au

lieu de l'affaiblir, car ce furent précisément les facilités monétaires dont l'Etat se munit qui lui permirent d'être aussi dépensier. Quand les quantitatistes dénoncent les conséquences de l'inflation, ils n'ignorent pas qu'elles s'exercent par l'intermédiaire de certains consommateurs auxquels l'inflation fournit de nouveaux moyens d'achat. Leur théorie s'intègre dans la loi de l'offre et de la demande. L'effet des facilités monétaires est de modifier l'état d'esprit des acheteurs et des vendeurs; les prix montent parce que des besoins nouveaux ou anciens reçoivent, grâce à elles, la possibilité de se satisfaire. En l'espèce, l'Etat s'est trouvé d'autant mieux approvisionné en signes monétaires qu'il les créait à son gré : soit indirectement, en obligeant la Banque de France à lui faire des avances considérables; soit directement, grâce à l'émission de bons à court terme assurés du réescompte et possédant par là certaines qualités monétaires. Sans ces diverses formes d'inflation l'Etat aurait dû recourir exclusivement, pour payer ses dépenses de guerre, à l'impôt ou à l'emprunt. Or, ni l'impôt ni l'emprunt n'eussent entraîné de hausse générale des prix car ils ne consistent qu'en un déplacement de pouvoir d'achat; la demande de marchandises n'augmentant d'un côté que pour diminuer de l'autre, les denrées et matières nécessaires aux besoins des armées eussent enchéri, les autres se seraient dépréciées. Ce n'est donc pas à l'accroissement de la consommation qu'il faut attribuer la hausse des prix, mais aux moyens monétaires que s'est attribué le principal consommateur, l'Etat, pour satisfaire ses besoins.

Au premier abord, les chiffres semblent contraires à notre thèse, puisque sur trois cents milliards de dépenses de guerre l'Etat n'en a financé qu'une trentaine grâce aux avances de la Banque de France, le reste ayant été précisément fourni par l'impôt et par l'emprunt. Il peut donc paraître inexact de confondre en une seule même cause d'enchérissement les

énormes dépenses de l'Etat et l'inflation relativement modérée qui en fut l'un des moyens. A la réflexion, cependant, cette confusion nous semble justifiée par les raisons qui suivent :

1° Le nombre des monnaies créées pour ou par l'Etat ne se mesure pas seulement aux avances qui lui furent consenties par la Banque de France. A cette source directe d'inflation, il faut ajouter : *a)* les émissions de billets qu'entraînaient l'escompte forcé des Bons de la Défense Nationale, et les prêts non moins forcés consentis aux souscripteurs de rentes contre nantissement de leurs titres ; *b)* l'inflation de crédit qui résultait d'opérations analogues traitées dans les banques privées ; *c)* enfin, sans prétendre leur attribuer la même influence sur les prix, le montant intégral des Bons du Trésor à moins de trois mois ; car, même avant leur réescompte, mais en raison de ce réescompte possible, ces bons servaient d'intermédiaires dans certaines transactions. Ils constituaient une sorte de monnaie pâteuse, moins capable de stimuler les achats que le billet de banque, puisque l'intérêt élevé qui leur était alloué incitait leur détenteur à les conserver comme mode de placement ; véritable monnaie, cependant, et qui fut souvent utilisée comme telle.

2° Une portion assez considérable des dépenses de guerre de l'Etat fut réalisée à l'étranger, grâce aux crédits à long terme qu'accordèrent les Etats alliés ou leurs ressortissants. Ces dépenses ne pouvaient donc influencer ni les prix français ni le change. Après déduction de leur montant, le solde des frais de guerre se rapproche du montant de l'inflation avouée ou occulte.

3° Enfin et surtout, le recours à l'emprunt et à la fiscalité, qui semblent avoir fourni à l'Etat français ses plus abondantes ressources, n'a été possible que grâce à l'inflation. Sans elle l'épargne privée n'aurait pu fournir en quatre ans, cent cinquante milliards environ d'impôts et de souscriptions de

rentes. L'Etat reprenait par ces deux procédés une partie du flottant monétaire qui provenait de ses paiements et dont le public, dans les premières années de la guerre, n'avait pas l'emploi. Lorsque la hausse des prix se généralisa, après n'avoir affecté au début que les marchandises nécessaires aux armées, les particuliers furent moins empressés à rapporter aux guichets de l'Etat la monnaie de papier, qui devenait indispensable à leurs transactions ; le placement des nouvelles rentes rencontra alors des difficultés croissantes. Disons, en passant, que cette extension progressive du mouvement de hausse à toutes les marchandises et même aux objets de luxe que l'Etat ne consommait point, ne peut être l'effet que de l'accroissement du pouvoir d'achat général et constitue donc un nouvel argument en faveur de la théorie quantitative.

Si nous passons maintenant au déséquilibre des changes, que MM. Aftalion, Nogaro et Wollf considèrent comme la cause principale de la hausse des prix, nous concluons, après l'avoir déjà montré *in abstracto*, que ce phénomène ne saurait expliquer toutes les phases de la dépréciation intérieure du franc.

En effet, la hausse des devises étrangères n'a commencé qu'en 1919, alors que la hausse des prix date de 1914. Et si l'on peut admettre, comme nous l'avons dit, qu'un mouvement des changes ne soit qu'une anticipation d'une variation postérieure des prix ou de la masse monétaire, la réciproque est impossible. Les multiples acheteurs et vendeurs dont l'action se conjugue pour déterminer les prix, ne se préoccupent nullement du cours futur des changes étrangers, n'étant point, comme les cambistes, gens informés des questions économiques et à l'affût des nouvelles financières.

D'autre part, le règlement des dettes d'Etat, qu'on représente parfois comme un facteur direct de variation des changes et facteur indirect de hausse des prix, ne

pouvait, dès 1919, peser sur le cours du franc français : ni matériellement, car leur règlement n'était pas commencé ; ni psychologiquement, car personne n'envisageait qu'elles fussent payées autrement que par transfert de l'indemnité de guerre allemande.

Enfin, les exportations de capitaux, que l'on oppose encore aux phénomènes monétaires pour expliquer la hausse des devises, ne sont bien souvent qu'une conséquence anticipée de l'inflation. Les spéculateurs internationaux ne font que prévoir, pour en profiter, les mouvements naturels des cours ; ils les précipitent parfois, mais n'en changent pas le sens. Les capitaux français ou étrangers ne se seraient pas détournés du franc si la politique monétaire de l'Etat n'avait rendu inévitable sa dépréciation intérieure et extérieure.

De quelque façon qu'on envisage l'histoire de cette période, on trouve donc, à l'origine du dérèglement des changes, les facilités monétaires dont l'Etat Français a joui et qu'il a transmises aux particuliers. Ultérieurement, et en particulier de 1922 à 1926, la situation a pu se retourner, nous l'admettrons volontiers. « En certains cas, nous dit justement M. Aftalion, les fluctuations des changes ne peuvent être considérées comme une simple anticipation des mouvements de la circulation puisqu'ils se sont prolongés durant des mois ou des années sans que la circulation se soit beaucoup écartée de son niveau antérieur » ¹. Les prix se règlent alors sur les changes, comme il est arrivé en Allemagne, en 1923 et 1924. La dépréciation du mark fut provoquée par les réparations de guerre et par les évasions de capitaux que le gouvernement encourageait pour dissimuler la richesse nationale. Elle se transforma vite en panique, entraîna la hausse verticale des devises étrangères et obligea le Reich à des émissions monétaires de plus en

¹ AFTALION : *Monnaie, prix et changes*, op. cit.

plus importantes. Ainsi la théorie des besoins de la circulation reçoit-elle, elle aussi, certaines confirmations des faits.

En terminant, nous citerons encore, mais cette fois à l'appui de la théorie quantitative, l'expérience qui se poursuit actuellement en Amérique et qui a pris le nom du président Roosevelt. Jusqu'à présent toutes les dépréciations monétaires avaient été subies et non voulues, en sorte que leur caractère accidentel et les troubles divers qui les accompagnaient obscurcissaient plus ou moins leur étude. Or, pour la première fois, croyons-nous, un Etat décide, sans y être obligé, de multiplier les facilités monétaires dont le public dispose, dans le but de faire monter les prix et d'améliorer ainsi la situation économique. Les adversaires de la théorie quantitative attendent beaucoup de l'échec du président Roosevelt, qui pourrait cependant n'être pas aussi concluant qu'ils le pensent. Sans vouloir préjuger du résultat définitif, nous ferons remarquer que le problème à résoudre se divise en deux parties, dont la première seule intéresse la théorie quantitative: d'abord, faire monter les prix par des manipulations monétaires; ensuite, à la faveur de cette hausse, déclencher une nouvelle ère de prospérité. Or, s'il n'est pas sûr que le président Roosevelt puisse mettre fin à la crise, il semble bien qu'il ait déjà obtenu une hausse de prix de 20 à 30 %.

Nous concluons donc que les événements ne sont pas toujours favorables à la théorie quantitative, mais qu'ils le sont souvent et que *les variations des quantités monétaires exercent une influence certaine, quoique non exclusive, sur les prix et sur les changes*. La théorie quantitative semble particulièrement justifiée lorsque les mouvements des prix ne peuvent se rattacher à aucune oscillation régulière de la courbe économique, lorsqu'en raison de leur ampleur ou de leur durée ils ne peuvent être attribués aux seules variations des quantités de marchandises produites ou consommées.

Quant aux autres mouvements des prix, que nous venons de définir par contraste, ils caractérisent les périodes prospères et les crises économiques qui se succèdent avec une certaine régularité. Pour savoir s'ils dépendent comme les premiers de certaines influences monétaires, nous allons utiliser le champ d'observation que nous offre, après les années d'abondance qui commencèrent vers 1925, la profonde dépression où l'humanité se débat depuis 1930.

CHAPITRE IV

LES MOUVEMENTS CYCLIQUES DES PRIX LA CRISE ÉCONOMIQUE

A côté des mouvements irréguliers des prix, les crises économiques constituent, avec les périodes d'essor qui les séparent, le second ordre de variations dont nous avons abordé l'étude. Leurs causes, celles de la crise actuelle en particulier, ont fait l'objet de nombreux écrits et les thèses les plus diverses ont été soutenues pour en expliquer l'origine. Nous nous proposons de les discuter brièvement, puis d'exposer notre propre manière de voir. Mais tout d'abord et pour jeter quelque clarté dans un débat aussi confus, il nous paraît nécessaire d'indiquer les caractères principaux de la crise, sans nous attarder au sens étymologique du mot, qui évoque une idée de transition entre deux états différents.

Entendue dans son acception courante, la crise se

manifeste par deux phénomènes essentiels : la baisse des prix et le ralentissement de l'activité économique. Baisse des prix de gros d'abord ; puis des valeurs mobilières, des marchandises vendues au détail et des salaires ; enfin, des immeubles, des fonds de commerce, de tout ce qui s'achète et se vend. Ralentissement de la consommation et par conséquent du nombre et de l'importance des échanges ; puis, mais plus lentement, freinage progressif de la production.

Or, si l'on examine avec attention les différentes théories de la crise, on verra qu'il est possible de les classer en deux groupes selon l'importance relative qu'elles attribuent à l'un ou à l'autre de ces deux phénomènes principaux. Les unes considèrent la baisse des prix comme le fait primordial, dont le malaise économique serait la conséquence, parce que la dépréciation générale détourne l'entrepreneur de produire à perte et encourage le consommateur à attendre des cours plus bas encore ; c'est donc la baisse des prix qu'elles s'efforcent d'expliquer, et comme elles ne peuvent, sans tomber dans un cercle vicieux, en chercher la cause dans la situation du marché, elles sont logiquement conduites à la trouver dans les phénomènes monétaires, puisque la monnaie est dans tout achat la contre-partie des marchandises. Les autres théories voient, au contraire, dans l'effondrement des cours l'effet, et non la cause, d'une rupture d'équilibre entre la production et la consommation. D'un côté, la crise actuelle est donc envisagée comme un phénomène accidentel, relevant de la théorie quantitative comme ceux que nous avons déjà étudiés. De l'autre, on la compare aux malaises analogues qui se sont produits depuis le début de l'ère industrielle et dont le retour régulier serait l'effet d'une loi économique indépendante des événements monétaires. Dans chacun de ces groupes les opinions, d'ailleurs, divergent rapidement et donnent naissance à une floraison de systèmes que nous allons exposer.



Les explications *économiques* de la crise (ainsi les appelons-nous par opposition aux explications *monétaires*), sont basées, soit sur la *surproduction*, soit sur la *sous-consommation*. Cette dernière théorie est étroitement liée aux doctrines collectivistes et sa réfutation a été faite depuis longtemps par les économistes indépendants de tout parti-pris politique. Il nous suffira donc de rappeler les raisons qui la rendent insoutenable : les crises sont généralement précédées d'une période de hauts salaires, qui survit d'ailleurs quelque temps à la prospérité industrielle et pendant laquelle la consommation des classes ouvrières ne subit aucune restriction ; d'autre part, si la sous-consommation était un fruit permanent d'un régime social défectueux, elle ne pourrait expliquer l'alternance des bonnes et des mauvaises périodes ; enfin, le prétendu vol dont les prétendus opprimés seraient victimes ne saurait aboutir qu'à un déplacement des facultés consommatrices et non pas à leur disparition partielle.

Aussi, est-ce plutôt du côté de la *surproduction* que s'est portée l'attention des économistes¹. Il est évident, dit-on, que l'atmosphère de confiance qui s'établit avec la prospérité générale, incite agriculteurs et industriels, les progrès techniques aidant, à augmenter sans cesse les quantités produites. Comme la consommation ne peut se développer au même rythme, il arrive un moment où toutes les marchandises ne peuvent trouver preneur et où l'excédent pèse sur les cours. La crise s'ouvre et se prolonge jusqu'à ce que la consommation, stimulée par les bas prix, se développe et que la production

¹ La théorie communément admise a été clairement exposée par M. le professeur Jean Lescure, dans son ouvrage demeuré classique : *Des crises générales et périodiques de surproduction*. Paris Domat-Montchrestien.

se restreigne. Alors, la demande qui était inférieure à l'offre, lui devient supérieure ; les prix remontent, les profits réapparaissent, la confiance renaît. Ainsi commence un nouveau cycle semblable au premier.

Présentée sous cette forme trop simple, la théorie de la surproduction n'explique pas le caractère subit et brutal des crises, l'effondrement des prix qui suit sans transition le point culminant de la hausse. Aussi a-t-elle été heureusement mise au point sous le nom de théorie de la *surcapitalisation*. Dans ce système plus récent on attribue le manque de souplesse de la production aux investissements de capitaux qu'exige l'industrie moderne. Autrefois, en effet, le prix de revient n'était guère composé que de dépenses faites au jour le jour, selon les besoins de l'entreprise : salaires, frais généraux, approvisionnements, etc... Il était donc relativement aisé d'adapter la production à la consommation : averti par le fléchissement des prix, l'industriel préférait ralentir ses achats et ses ventes que de subir des pertes quotidiennes ; aussitôt au contraire que la hausse des cours faisait apparaître l'insuffisance des marchandises offertes, il lui était facile d'accroître ses fabrications. Mais l'ère industrielle qui s'est ouverte avec le XIX^e siècle a rendu progressivement indispensable l'emploi d'un matériel sans cesse plus perfectionné et plus coûteux. Le producteur moderne est astreint à des immobilisations considérables, dont la réalisation exige des capitaux et du temps. Aussi ne peut-il satisfaire aux besoins de la consommation, telle que la hausse des prix les révèle, qu'après une préparation de plusieurs années. Dans l'intervalle, les prix ne cessent de monter et les profits s'élèvent en même temps, stimulant plus que jamais le développement de la production. La prospérité croissante fait perdre toute prudence aux entrepreneurs les plus avisés. Une fièvre de spéculation s'empare de tous les marchés. Un jour vient cependant où les usines nouvelles tournent à plein rendement. Mais alors

les spéculateurs pressentent à divers signes la surproduction prochaine. Ils renversent brusquement leur position. Le cours des valeurs mobilières s'effondre en même temps que celui des marchandises en gros. Les acheteurs inquiets se dérobent, ayant cessé de croire à la hausse. La crise a commencé. Et de même que la surcapitalisation explique sa brusquerie et son intensité, elle permet de comprendre sa durée. La machine industrielle est lancée et ne peut être ralentie. L'entrepreneur continue à produire, même à perte, tant qu'il couvre ses frais quotidiens, qui sont minimes : sa perte est purement comptable et n'est due qu'aux amortissements importants qu'exige le matériel, mais qu'il faudrait faire de toutes façons. Si même les dépenses courantes cessent d'être couvertes par les rentrées de fonds, l'industriel hésite devant cette grave décision qu'est la fermeture de l'usine ; il craint que ses machines ne se détériorent, que sa clientèle et sa main-d'œuvre ne l'abandonnent. Tant que sa trésorerie le permet, il se maintient donc en pleine activité dans l'espoir d'une amélioration prochaine. Quand elle est exsangue, l'entreprise s'écroule. Alors seulement la production commence à décroître et se rapproche de la consommation. Les prix se stabilisent, puis commencent à remonter sous l'empire des besoins, qui ne peuvent être indéfiniment comprimés. La situation s'améliore peu à peu, mais les capitalistes, devenus circonspects, n'osent plus risquer leur avoir en semblable aventure. Après plusieurs années de hauts prix et de prospérité, ils s'y décident néanmoins et le pendule économique change à nouveau le sens de son mouvement. M. Aftalion a ingénieusement comparé ces oscillations aux écarts de température produits par un calorifère, qui met longtemps à chauffer un appartement froid et y fait ensuite régner une chaleur excessive. Ainsi la théorie de la surcapitalisation explique non seulement l'origine des crises, mais leur absence complète dans l'ère antéindustrielle, leur apparition

au XIX^e siècle, la violence et la durée qui caractérisent les plus récentes et surtout celle que nous traversons.

A cette théorie si cohérente on a cependant opposé deux raisonnements, que nous mentionnons pour le moment sans les discuter, et qui tendent, l'un et l'autre, à contester la possibilité d'une surproduction générale : l'un tiré de la *loi des débouchés* qu'a formulée J.-B. Say ; l'autre, de la *permanence présumée du pouvoir d'achat*. Le premier nie qu'il y ait inconvénient à augmenter à l'infini les marchandises produites si leur accroissement progresse au même pas dans les différentes branches de l'activité humaine, car chaque vendeur est alors assuré de trouver des objets d'échange aussi nombreux que ses produits. Le second, formulé par des économistes réputés tels que les professeurs Lansburg et Cassel, consiste à prétendre que tout le pouvoir d'achat qui a été employé pour produire une marchandise quelconque se retrouve intégralement chez les personnes qui ont concouru à la production : entrepreneurs, salariés, fournisseurs de machines ou de matières premières. « Dans toute économie normale, écrit le professeur Lansburg, il doit exister autant de pouvoir d'achat qu'il en a été employé pour la production de tel ou tel produit »¹. Le professeur Cassel s'exprime dans le même sens, mais avec plus de superbe² : « Il serait vain, écrit-il, de prétendre convaincre ces hommes crédules en leur rappelant que le produit crée automatiquement le pouvoir d'achat et qu'il ne saurait y avoir de surproduction généralisée au sens propre du terme... La crise a été uniquement déclenchée par la baisse générale des prix ».

Ces arguments ont déterminé certains économistes, dont M. Nogaro, à abandonner la théorie de la surproduction

¹ LANSBURG : Article de *L'Information*, 9 Septembre 1930.

² CASSEL : Article de *L'Information*, du 31 Juillet 1931.

générale pour adopter celle, assez voisine à vrai dire, des *surproductions partielles* ou *erronées*, qu'il continue d'ailleurs à expliquer par la surcapitalisation. Plus exactement, M. Nogaro distingue deux sortes de surproduction : l'une, *absolue*, ne serait le fait que d'un petit nombre de marchandises, telles que l'étain, le caoutchouc, le blé, etc... ; l'autre, *relative*, serait la conséquence de la première et affecterait les autres produits en raison du déséquilibre du marché. Cette thèse n'aurait sa raison d'être que si la théorie de la surproduction générale se révélait décidément inacceptable.

Enfin, pour finir l'exposé de ce premier groupe de doctrines, nous nous arrêterons quelque temps sur une opinion particulièrement répandue et dont M. Jacques Duboin¹ s'est institué le défenseur : celle qui attribue la crise aux progrès techniques. Le développement du *machinisme* serait cause à la fois de la surproduction, ce qui se conçoit, et de la sous-consommation, puisqu'il réduirait au chômage une partie de la classe ouvrière.

Cette thèse n'est pas une nouveauté. Elle reparait au cours des siècles en même temps que chaque invention marquante et contribue chaque fois à déchaîner les mêmes émotions populaires. Il en est peu qui séduise aussi facilement le grand public, grâce au fait évident sur lequel elle s'appuie et au raisonnement simpliste qui la mène à ses conclusions. En réalité elle ne résiste pas, croyons-nous, à un examen approfondi.

Que le machinisme ait contribué à la surproduction ou plus exactement qu'il l'ait rendu plus soudaine et plus difficile à réprimer sous la forme de surcapitalisation qu'elle a prise de nos jours, nous le croyons volontiers. Qu'il ait engendré de la sous-consommation, c'est plus contestable :

¹ Jacques DUBOIN : *La grande relève de l'homme par la machine*.

d'abord parce qu'il n'est pas sûr que le machinisme diminue la demande de main-d'œuvre ; la construction des machines exige du travail humain ; elle fait naître des emplois, car elle permet la création de nouvelles entreprises, qui n'eussent pu exister sans le perfectionnement du matériel. Au total, le machinisme provoque des changements de métier et des déplacements d'habitat plutôt qu'il ne supprime de la main-d'œuvre. En réduirait-il la demande, qu'on ne pourrait encore parler de destruction de pouvoir d'achat, car le pouvoir d'achat perdu par la classe ouvrière serait récupéré par les entrepreneurs ou les capitalistes et rejeté par eux dans la circulation sous une forme ou sous une autre. Toutes ces conséquences possibles du machinisme sont assurément pénibles, en raison des souffrances individuelles et des malaises sociaux qu'elles impliquent, mais, scientifiquement parlant, elles ne sont point de nature à provoquer une crise économique générale.

En admettant d'ailleurs que le développement actuel du machinisme soit socialement malsain, nous croyons qu'il serait injuste d'en rendre responsable les progrès scientifiques. Les inventions nouvelles ne sont industrialisées que si elles paraissent susceptibles d'un bon rendement financier : il en est ainsi lors que la comparaison que fait tout entrepreneur entre le prix de la main-d'œuvre et le coût du travail mécanique tourne à l'avantage de celui-ci. De sorte qu'en procurant à la classe ouvrière, par des coalitions et des pressions politiques, une rémunération supérieure au tarif normal qu'établiraient l'offre et la demande, on lui rend, en réalité, un bien mauvais service ; on développe la concurrence de la machine, on condamne au chômage une partie de l'humanité. Et ceci est si vrai que c'est précisément en temps de crise que l'on voit les entrepreneurs précipiter l'évolution mécanique, car la comparaison entre des machines, dont le prix a subi la baisse générale, et des salaires, dont on retarde l'adaptation par des

moyens artificiels, tourne de plus en plus à l'avantage des premières. C'est donc une grave erreur d'écrire, comme le font certains publicistes, qu'il faut mettre les « inventeurs en vacances » : les inventions nouvelles sont bienfaisantes en elles-mêmes ; elles peuvent soulager doublement la classe ouvrière en diminuant son effort et en améliorant son bien-être ; elles ne deviennent un danger que si les prétentions excessives des salariés obligent les employeurs à précipiter l'évolution mécanique et à l'orienter vers la suppression de la main-d'œuvre.

*
**

Dans ce premier groupe de systèmes que nous venons d'exposer la seule explication défendable des crises économiques est donc fournie par la théorie de la surcapitalisation. Cependant elle n'est plus guère soutenue, au moins en ce qui concerne la dépression actuelle, que par les économistes français. Les Allemands, les Scandinaves et les Anglo-Saxons cherchent plus volontiers les causes de la crise dans certains phénomènes monétaires qu'ils interprètent conformément à la théorie quantitative. Cette singulière répartition des auteurs en deux groupes ethniques s'explique par le fâcheux privilège que possède la science économique de s'exercer sur un terrain qui lui est commun avec la politique, de justifier ou de condamner par ses conclusions la conduite des gouvernements. En l'espèce les Français restent d'autant plus fidèles à la théorie classique de la surproduction qu'ils imputent à d'autres nations les excès d'industrialisation commis. Les Anglo-Saxons de leur côté refusent de se reconnaître coupables et préfèrent attribuer la baisse des prix à une prétendue raréfaction de la monnaie, dont d'autres qu'eux mêmes seraient responsables. Tantôt ils incriminent l'insuffisance de la production de l'or, tantôt sa mauvaise distribution et la « stérilisation » dont ce métal aurait été

victime en certains pays : ils s'accordent généralement pour conseiller l'abandon d'un étalon-monétaire incapable de s'adapter aux progrès économiques et pour prôner les mérites de la monnaie dirigée.

Leurs récriminations contre la pénurie de métal jaune ont été admises par le Comité Financier de la Société des Nations, qui dans son rapport de Juin 1930 constatait la stagnation de la production d'or et prévoyait même pour l'avenir un ralentissement très marqué. Or ces prévisions ont été démenties par les faits et l'on a constaté depuis 1930 un accroissement sensible de l'extraction. On ne saurait donc s'arrêter à cette cause possible du malaise économique.

Reste la « *maldistribution* » de l'or invoquée par les professeurs Cassel et Lansburgh et par Sir Henry Strakosh.¹ Au lieu d'être équitablement réparti entre toutes les nations et de féconder partout la vie économique, l'or s'est, dit-on, accumulé aux Etats-Unis et en France : aux Etats-Unis, par suite des achats énormes qu'y firent les belligérants, puis du règlement des dettes interalliées ; en France, à partir de 1926, grâce au paiement des réparations et à la politique de la banque d'émission, qui accapara le métal jaune au détriment des Etats-Unis eux-mêmes. Les autres nations essayèrent quelque temps de remplacer l'action monétaire de l'or par cet ingénieux échafaudage de crédits qu'on appela le « *gold exchange Standard* », fragile construction qui finit par s'écrouler. La France cependant n'utilisait même pas ses richesses métalliques pour créer de nouveaux crédits qui eussent pu s'épandre sur l'Angleterre, l'Allemagne et l'Amérique par le canal de la finance internationale ; elle « stérilisait » son or et serait ainsi la grande responsable de la crise.

¹ Sir Henry STRAKOSH. *Controverse avec M. Ch. Rist. (Le Times et L'Information)*, Janvier-Février 1932.

Cette thèse a été magistralement réfutée par un économiste à qui ses lumineux travaux de doctrine et les hautes fonctions qu'il a occupées lors du redressement monétaire français confèrent une double autorité : nous avons nommé M. Charles Rist. Aussi bien le moment est-il venu d'exposer ses vues sur les causes de la crise. Nous ne saurions les faire rentrer dans aucun des deux groupes que nous avons définis, encore qu'elles présentent avec chacun d'eux des affinités certaines.

*
**

Pour expliquer le malaise actuel, M. Rist recourt à la fois à la théorie de la surproduction et à la théorie quantitative.¹ D'une part il admet qu'il présente une certaine analogie avec les dépressions qui se sont succédées de dix ans en dix ans depuis le début du XIX^e siècle ; il eroit à la surproduction périodiquement engendrée par la surcapitalisation ; le mal fut particulièrement grave après la dernière guerre, en raison des besoins exceptionnels qu'à fait naître la restauration des régions dévastées, en raison aussi de l'industrialisation d'anciens pays agricoles ou de certains Etats nouveau-nés, qui ont voulu conquérir leur indépendance économique à l'abri de barrières douanières infranchissables. D'autre part, pour M. Rist, la violence et la longueur de la crise proviennent de sa superposition à une baisse des prix de longue durée à laquelle il attribue des causes monétaires. Mais il renverse à ce propos les propositions anglo-saxonnes : ce n'est point en effet la prétendue pénurie d'or ou de monnaie fiduciaires qu'il incrimine, mais les abus de crédit auxquels se sont livrés les Etats-Unis et l'Angleterre au cours de la période de prospérité qui prit fin en

¹ Ch. RIST. *Essais sur quelques phénomènes économiques et monétaires* et Avant-propos de l'Annuaire *La France Economique*, en 1932.

1929. Le stock d'or mondial est bien suffisant nous dit-il, car il est aujourd'hui nettement supérieur à ce qu'il était avant la guerre (12 milliards et demi de dollars contre 9 à peine en 1913) et d'ailleurs « la production des mines ne cesse d'augmenter ; elle a été supérieure durant la décade 1920-1929 à ce qu'elle avait été dans la décade 1900-1909, période de hausse rapide des prix »¹. Ainsi, contrairement à l'opinion mal informée du Comité Financier de la Société des Nations, une disette de métal jaune ne paraît guère à redouter. M. Rist ne croit pas davantage à la *maldistribution* de l'or, ni à sa prétendue stérilisation par la Banque de France : en effet le niveau des prix est identique dans tous les pays qui utilisent l'étalon-or et ne saurait donc dépendre que de la quantité totale d'or et non point de sa répartition ; quant à la Banque de France elle n'a pas eu l'occasion de fournir des crédits parce que personne, ni en France, ni à l'étranger n'a eu besoin de lui en demander. Les facilités monétaires n'ont jamais manqué en aucun lieu. L'Amérique au contraire a échafaudé toute une pyramide de crédits bancaires sur son stock de métaux précieux, et, à partir de 1927, a essayé de lutter par l'inflation contre les premières baisses de prix. La Grande-Bretagne a édifié sur une réserve métallique à peine supérieure à celle d'avant-guerre des crédits quatre fois plus élevés, sans provoquer de tension sensible du taux de l'escompte officiel ou de l'escompte hors banque.

Ce sont précisément ces abus du crédit que M. Rist incrimine et non pas leur insuffisance, car ils ont porté les prix à un niveau où ils ne pouvaient guère se soutenir. Abus de crédit commis surtout en Amérique, où ils ont été rendus possibles par l'afflux d'or qui vint de France pendant la guerre et qui vint ensuite d'Angleterre, après qu'on eût stabilisé la

¹ Ch. RIST. Article dans la revue Américaine *Foreign Affairs*. (Décembre 1923).

livre sterling à un niveau trop ambitieux et nuisible à la balance des comptes (Avril 1925). « Cette malencontreuse décision, écrit-il, contribua à surélever arbitrairement les prix-or mondiaux, accrochés de la sorte au niveau accidentel des prix américains ». ¹ Il était inévitable qu'après la restauration économique des nations Européennes, après leur retour à l'étalon-or sur des bases moins ambitieuses, une aussi considérable dépréciation de l'or ne pût être maintenue. Le suprême effort que firent les Américains en 1927 et 1928 pour maintenir artificiellement leurs prix par l'inflation n'eût d'autre résultat que d'en rendre la chute plus brutale.

En résumé, si nous comprenons bien la pensée profonde de M. Rist, il admet, conformément aux théories classiques, que la crise actuelle est la conséquence de la surproduction. Mais, remontant aux causes premières, il attribue la surproduction à un fait accidentel, la multiplication abusive du crédit, plutôt qu'à la régulière succession de la prospérité et du marasme économiques.

Nous retrouverons les mêmes tendances dans les idées de M. Jacques Rueff, qui a lui aussi incriminé les abus du crédit, et qui a rendu la Conférence de Gênes de 1922 particulièrement responsable des erreurs monétaires de l'Angleterre et de l'Amérique. Cette assemblée fut en effet l'inspiratrice de la politique de crédit dirigée que suivirent les Etats-Unis. Elle a prôné le *Gold Exchange Standard*, qui « atténue la sensibilité et l'efficacité du mécanisme de l'étalon-or, qui désolidarise les mouvements du crédit des mouvements de l'or, qui constitue ainsi un formidable instrument d'inflation et qui a permis de différer les mesures d'escompte qui s'imposaient. Ainsi l'œuvre des experts de Gênes a tendu à faire disparaître du système de l'étalon-or les freins qu'il opposait à la fantaisie des hommes...

¹ Ch. RIST : *La France Economique en 1932*.

Grâce aux techniciens gënois, plus de ces entraves pénibles qui limitent les joyeux essais ». ¹

*
**

Nous avons terminé l'exposé schématique des différentes doctrines proposées pour expliquer les crises. Il nous est maintenant loisible d'en faire la critique et, retenant dans chacune d'elles les éléments qui auront résisté à l'examen, d'en tenter une synthèse cohérente. La théorie de la monnaie que nous avons exposée dans notre première partie nous permettra d'apercevoir, dans l'alternance des périodes de prospérité et de dépression, la corrélation qui unit les phénomènes monétaires aux faits purement économiques et de déterminer dans le malaise actuel la part de responsabilité des créateurs de monnaie et des producteurs de marchandises.

Dès l'abord, nous avouons trouver dans la théorie de la surcapitalisation une explication satisfaisante des crises d'autrefois et même de la crise actuelle. Ne repose-t-elle pas sur une exacte observation des faits ? Ne fournit-elle pas la raison de tous les phénomènes qui se sont déroulés sous nos yeux depuis 1925 et qui ne semblent pas très différents de ceux que relatent dans leurs récits ou leurs journaux quotidiens les contemporains des crises précédentes ? N'est-il pas évident que nous avons assisté depuis la guerre à une étonnante floraison d'entreprises nouvelles et à l'extension continue des anciennes ? Tandis que les pays neutres et les régions non dévastées prétendaient conserver dans le domaine de la production l'importante position qu'ils avaient conquise au cours des hostilités, les belligérants de la veille reprenaient peu à peu sur le marché la place que le manque de main-d'œuvre ou l'occupation ennemie leur avait fait perdre. Les champs étaient remis en

¹ J. RUEFF : *Revue des Deux-Mondes* du 15 Avril 1932.

culture, les usines reconstruites sur des données nouvelles, qui augmentaient leur force productive. Chacun des nouveaux Etats de l'Europe centrale prétendait, à l'abri des murailles douanières dont il s'entourait, se créer une industrie et une agriculture autonome. Les colonies elles-mêmes et les pays d'outre-mer secouaient leur torpeur ancienne et prétendaient à l'autarchie économique. De toutes parts résonnait l'hymne à la production, l'appel à la rationalisation. Bientôt les statistiques montrèrent qu'en tous les domaines, matières premières ou produits finis, agriculture ou industrie, les quantités produites allaient croissant et dépassaient de beaucoup les chiffres correspondants de 1913. Faut-il chercher ailleurs que dans cet encombrement du marché les raisons de la baisse générale des prix ?

On allègue en vain que la profondeur et la durée de la crise actuelle empêchent de l'assimiler aux précédentes et de lui attribuer les mêmes origines. Il faut en cette matière faire la part de l'exagération. Les victimes d'une tourmente déclarent toujours qu'on ne vit jamais orage plus violent et nos pères ont cru bien des fois assister à la ruine définitive de leur organisation économique. Sans doute la dépression actuelle se prolonge-t-elle sensiblement plus que les précédentes, et l'on n'aperçoit pas encore, après cinq ans, le retour à l'équilibre qui devrait résulter selon la doctrine classique du ralentissement de la production et de l'accroissement de la consommation. Faut-il en conclure que la doctrine classique est prise en défaut ? Nous pensons plus simplement que la réadaptation inévitable de la production à la consommation est retardée par deux forces nouvelles ou du moins plus intenses qu'autrefois, le machinisme et l'interventionnisme d'Etat.

Nous avons montré déjà comment le machinisme a réduit la part des dépenses quotidiennes dans le prix de revient de l'industrie et comment en conséquence la baisse des prix

n'exerce plus aussi rapidement qu'autrefois son action modératrice. Quant à l'interventionnisme d'Etat, sans cesse renforcé par les tendances socialisantes qui infestent les milieux politiques les plus divers, il a progressivement raidi les ressorts naturels du régime libéral et les empêche de réagir. Livré à lui-même le capitalisme réussit, grâce à la baisse des prix et dans un délai plus ou moins long, à rétablir l'équilibre rompu entre la production et la consommation. C'est ainsi qu'ont pris fin les crises précédentes et que le malaise actuel pourrait se terminer à la longue, malgré le supplément de durée que lui vaut le machinisme. Mais au lieu de faciliter le glissement des prix, les pouvoirs publics s'évertuent à les immobiliser. Pour complaire à la masse électorale, ils empêchent la réduction des prix de revient, intervenant auprès des chefs d'entreprise pour qu'ils ne baissent point les salaires, empêchant par des allocations de chômage excessives, la concurrence des travailleurs manuels d'aboutir à son résultat normal, qui est la réduction du coût de la main-d'œuvre. En même temps les classes dirigeantes font du socialisme à leur manière, en quémandant sans cesse l'intervention de l'Etat pour protéger les prix de vente. Droits de douane, contingentements, propriété commerciale et enfin, suprême hérésie, prix minimum de certaines denrées : tout concourt à empêcher la nécessaire dépréciation des marchandises. « Par des interventions s'enchaînant les unes aux autres, écrit M. Rueff, ¹ la matière économique est devenue de plus en plus rebelle aux adaptations qui seules auraient pu résoudre les crises que l'on a fait naître. On est entré en régime d'économie politique pâteuse, transition entre l'extrême fluidité qui caractérise le régime libéral et l'immobilisation complète, terme extrême de l'évolution dans laquelle tous les pays du monde sont actuellement engagés... Conserver le capitalisme

¹ *Revue Politique et Parlementaire* du 10 Novembre 1933.

sans consentir aux mouvements des prix qui en sont la condition essentielle c'est vouloir la fin sans en accepter les moyens. » Ainsi donc la longue durée de la crise présente ne met en défaut ni la théorie de la surproduction générale ni les principes de l'économie libérale, mais seulement les entraves apportées de nos jours au fonctionnement de ce régime, qui a fait ses preuves dans le passé.

On conteste encore la réalité de la surproduction générale et ses conséquences grâce à un argument simpliste. On établit un contraste facile entre l'excès de denrées ou de produits fabriqués qui encombrent le marché et la disette qui règne dans certains milieux et dans certaines régions. On constate que les producteurs de blé, de sucre ou de café détruisent leurs stocks excédentaires, alors que les chômeurs européens sont sous-alimentés et que des millions d'Hindous meurent de faim. Les nègres d'Afrique seraient enchantés, dit-on, de porter les chaussures que l'industrie européenne n'arrive plus à écouler ; bien des particuliers seraient heureux de posséder une automobile et pourtant les fabricants se plaignent du manque de débouchés. D'où l'on conclut qu'il y a mauvaise distribution du pouvoir d'achat, mais non point surproduction. C'est oublier le véritable sens que les économistes donnent à ce dernier terme. Il n'exprime pas un fait absolu, c'est-à-dire une offre de marchandises assez importante pour surpasser les besoins, quelque minimes que soient les prix demandés, mais une offre suffisante pour faire tomber les prix à un niveau où ils cessent d'être rémunérateurs. Malgré son désir d'écouler ses produits, l'entrepreneur ne les remettra pas gratuitement à des gens qui manquent de pouvoir d'achat parce qu'ils ne peuvent ou ne veulent rendre que des services médiocres à la collectivité. Ainsi que l'a écrit très justement M. Giscard d'Estaing,¹ « ce

¹ *Journal des Débats* du 31 Juillet 1932 : *Du machinisme à l'insatisfaction*.

qui importe n'est pas le désir qu'un individu peut avoir d'accroître sa consommation, mais la possibilité où il est de satisfaire à un désir. Un noir du Soudan serait certainement très heureux de posséder une automobile ; mais si les quelques kilos de cacao qu'il récolte se vendent à vil prix, aucune ingéniosité ne suffira à en faire un client de la Général Motors et seuls pourraient le faire les artifices mortels du crédit, lui prêtant une capacité d'achat qu'il ne pourra jamais remplir par les fruits de son travail ».

Le travail lui-même ne dégage pas nécessairement du pouvoir d'achat, et le principe de la permanence du pouvoir d'achat, que l'on a cru pouvoir opposer victorieusement à la théorie de la surproduction générale, nous paraît faux pour deux raisons. La première, c'est que l'effort le plus méritoire peut être vain dans ses résultats, n'aboutir à aucune formation de richesse. Il arrive souvent, même au cours d'une période prospère, qu'une marchandise déplaît au public et ne trouve acheteur qu'au-dessous de son prix de revient : l'entrepreneur ne pourra donc payer toutes les dépenses engagées pour la produire, à moins qu'il ne comble la différence par un prélèvement sur ses réserves ; dans les deux cas il se produit une destruction de richesse. En outre, second argument contre le prétendu principe, il ne faut point confondre richesse et pouvoir d'achat, richesse et monnaie. La monnaie, nous l'avons dit, est une richesse qu'il a plu aux individus, avec l'agrément et le concours des banques, de rendre liquide. La richesse que dégage la production d'une marchandise utile et qui peut être répartie entre l'entrepreneur, ses fournisseurs, ses commanditaires et ses salariés, ne reste donc pas nécessairement à l'état de pouvoir d'achat ; elle peut se solidifier entre leurs mains par l'un des procédés d'annulation monétaire que nous avons décrits ; à l'inverse des monnaies nouvelles peuvent surgir en dehors de toute opération productive, par liquéfaction de richesses

anciennes ou par le simple jeu de crédit. En soutenant que le produit crée automatiquement le pouvoir d'achat les professeurs Cassel et Lansburg méconnaissent donc à la fois les phénomènes de profit ou de perte, qui accroissent ou diminuent la richesse générale, et les phénomènes de créations ou d'annulations monétaires, qui modifient sans cesse la quantité de richesse existant sous forme liquide.

La loi des débouchés, suivant laquelle les producteurs sont assurés de pouvoir échanger leurs marchandises dans des conditions assez stables si la production s'accroît parallèlement dans chacune de ses branches, semble à première vue plus inconciliable encore avec la théorie de la surproduction. C'est pourquoi beaucoup d'économistes se contentent d'expliquer la crise par des *surproductions partielles* ou des *productions erronées*. Ces explications peuvent avoir leur valeur et nous n'oserions affirmer que la surproduction ait jamais été absolument générale, encore qu'à notre connaissance aucun genre d'entreprise n'ait échappé à l'esprit de mégalomanie. Mais quand bien même tous les genres de culture et d'industrie se développeraient à la même cadence, nous croyons à la périodicité des crises inévitable, parce qu'il est une espèce de marchandise dont la production suit nécessairement un rythme différent des autres, c'est *la monnaie* : par son insuffisance relative les prix peuvent être modifiés, sans que les rapports de valeurs qui unissent entre elles les diverses marchandises non monétaires aient cessé d'être stables ; une table continue à valoir deux chaises même si le prix de ces trois objets a diminué de moitié.

*
**

En constatant ainsi l'intervention de certains phénomènes monétaires dans les origines de la crise, nous semblons abandonner la théorie classique de la surproduction et nous rallier

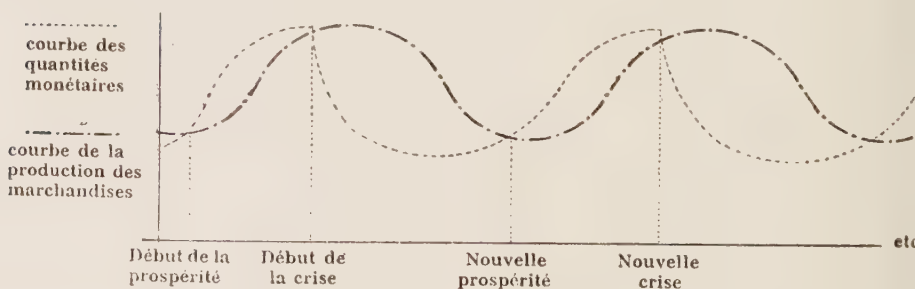
aux thèses anglo-saxonnes qui attribuent la présente dépression à l'insuffisance du pouvoir d'achat : car enfin, si l'organisation monétaire est incapable de s'adapter aux progrès réguliers de la production, qui sont un bien en eux-mêmes puisqu'ils tendent à accroître le bien-être général, c'est elle qu'il faut rendre responsable du désordre économique, c'est elle qu'il faut réformer. Telle n'est pas cependant notre pensée. Dans l'insuffisance périodique de la monnaie comme dans la pléthore qui la précède, nous ne voyons point l'effet d'une série d'accidents ou plus simplement d'une inertie excessive de la marchandise *monnaie*, incapable de s'adapter à l'évolution économique ; mais un phénomène intimement lié à cette évolution même, conséquence inévitable, quel que soit le régime monétaire adopté, des alternatives de sous-production et de surproduction. C'est qu'en effet les dilatations et les contractions successives de la masse monétaire ne sont point tant l'effet du hasard des découvertes minières ou de l'arbitraire des créateurs de crédit, que l'expression des besoins variables des consommateurs, qui achètent ou s'abstiennent selon la situation du marché.

Pour démontrer ces assertions, nous utiliserons les notions contenues dans nos premiers chapitres sur les variations de la masse monétaire. Rappelons-nous d'abord que dans tous les pays du monde l'or ne constitue plus qu'une très faible part de cette masse, et que par conséquent son insuffisance éventuelle n'influe guère sur l'ensemble, puisqu'elle peut être compensée par ailleurs. Les diverses monnaies de crédit, billets et dépôts, jouent un rôle beaucoup plus considérable dans les échanges et suffisent à donner à la masse monétaire l'élasticité désirable. Or précisément, les variations du crédit, qui reflètent surtout les dispositions des acheteurs, ne sont pas exactement parallèles aux mouvements de la production. Sans doute au début d'une période prospère les quantités de monnaie s'accroissent en même temps que les besoins de marchandises. Le public en est d'autant

plus avide que les opérations d'achat lui semblent plus tentantes, que la hausse des prix lui paraît plus certaine. Les banquiers, qui sont libres d'accueillir ou de rejeter les demandes de monnaie, acceptent plus volontiers de les satisfaire quand l'atmosphère est chargée de confiance, quand aucune crainte de défaillance individuelle des débiteurs ou de panique collective des crédateurs ne vient assombrir l'horizon. Tout concourt alors à favoriser la liquéfaction de la richesse. Tout achat, tout placement, paraît offrir la certitude de copieux bénéfices, et bientôt chacun s'empresse d'engager dans les banques ses richesses présentes ou futures pour obtenir des disponibilités, quel qu'en puisse être le loyer. Les banques cèdent au courant qui les entraîne, éblouies elles aussi par les paillettes d'or qu'il charrie et dont elles recueillent une part ; leurs profits s'accroissent ; le souvenir des crises passées s'atténue ; le principe de liquidité semble un dogme suranné dont les miracles présents de crédit rendent l'observation inutile. On assiste à un dégagement extraordinaire de pouvoir d'achat, tandis que les entreprises industrielles et agricoles en sont encore à la période de surcapitalisation et que les nouveaux moyens de production qu'elles préparent n'ont pas atteint leur plein rendement. La masse monétaire s'accroît donc plus vite que les quantités de marchandises produites. C'est pourquoi les prix s'élèvent de façon continue. Mais après quelques années la situation se renverse. Les immobilisations nouvelles entrent en jeu et les produits affluent sur le marché. La création de monnaie s'essouffle au contraire, parce que les banquiers s'inquiètent enfin de l'inflation du crédit, parce qu'ils ne satisfont plus aux demandes du public qu'en exigeant un loyer sans cesse plus élevé. D'ailleurs après avoir longtemps monté, les prix sont ralentis dans leur élan par l'affluence des marchandises ; ils se stabilisent peu à peu ; la spéculation à la hausse perd ses possibilités de gain ; la détention de pouvoir

d'achat devient inutilement coûteuse. Aussi, le liquide monétaire tend-il à se solidifier. Il suffit, pour qu'un précipité s'y forme, qu'un incident quelconque, un krach financier, la rupture d'un cartel commercial (p. ex. l'abolition du plan Stevenson) révèle aux spéculateurs la situation exacte du marché. Ils retournent alors leur position, aussi bien à la bourse des valeurs mobilières qu'à celle des marchandises. Le public cesse de croire à la hausse continue : il voulait auparavant de la monnaie à n'importe quel prix pour acheter n'importe quoi : il la retire maintenant de la circulation pour la thésauriser ou pour l'annuler s'il se peut ; les débiteurs en banque remboursent les prêts très onéreux qu'ils avaient contractés ; les créiteurs laissent leurs disponibilités improductives ou les transforment en dépôts à terme. Les prix s'effondrent sur tous les marchés, qu'envahissent brusquement les produits de toute sorte et que la monnaie déserte.

On pourrait schématiser ce processus en représentant par deux courbes les variations des quantités de monnaie et de marchandises produites. Les prix montent quand la première courbe s'élève au-dessus de la première et baissent quand elle lui devient inférieure.



Aucun régime monétaire ne pourrait permettre, selon nous, d'éviter complètement les phénomènes que nous venons de décrire, car ils sont étroitement liés aux phases successives de la

production des marchandises. Si les métaux précieux formaient encore l'essentiel de la masse en circulation, on pourrait justement incriminer, comme le font encore les Anglo-Saxons, soit leur excès, soit leur insuffisance. Mais la monnaie de crédit, qu'elle soit légale ou simplement officieuse, ne leur laisse plus qu'une place très réduite et s'il est vrai que le crédit lui-même dépend en quelque mesure de l'or ou de l'argent qui lui servent de support, le lien qui les unit est assez souple, assez élastique pour qu'en pratique les banques puissent satisfaire à tous les besoins de pouvoir d'achat. Faut-il donc accuser, sinon les systèmes monétaires actuels, du moins ceux qui les mettent en œuvre, et soutenir avec le professeur Lansburgh¹ que si le crédit est trop libéralement distribué au début de la période ascendante, il est raréfié par la suite au point de déterminer la brusque chute des prix ? Ce serait attribuer aux banques un pouvoir qu'elles n'ont pas et oublier que la subite disparition du pouvoir d'achat — nous sommes d'accord sur le fait lui-même avec le professeur Lansburgh — n'est pas due à une prétendue compression de la masse monétaire, mais à sa rétractation spontanée. Aucune puissance ne peut forcer les individus à conserver la monnaie, dont la détention est coûteuse, si la situation du marché ne permet pas d'espérer de gros profits à ceux qui se portent acheteurs. Sans doute en obligeant les banques d'émission ou les banques privées à remettre de la monnaie à n'importe qui, sans contrôle et moyennant un faible loyer, on pourrait pendant quelque temps prolonger la période d'euphorie, de hausse des prix et de production exacerbée. Mais pour empêcher la baisse de plus en plus menaçante, il faudrait à la fin donner la monnaie gratuitement, ce qui aboutirait vite à l'arrêt de toute activité, car les individus cesseraient de peiner

¹ Articles parus dans *L'Information* (28 et 29 Août, 1^{er} Septembre 1931).

s'ils pouvaient se procurer sans travail tout ce qui constitue leur bien-être. Et dès lors que la monnaie est louée, si minime qu'en soit le loyer, il est inévitable que sa demande subisse des variations périodiques selon la situation du marché et les perspectives de hausse ou de baisse que cette situation entraîne alternativement.

Nous reconnaissons donc l'existence d'une relation entre les phénomènes monétaires et la baisse des prix, mais nous ne la concevons pas de la même façon que les économistes anglo-saxons. Pour eux, les variations de la masse monétaire sont accidentelles, parce qu'elles sont dues, soit aux irrégularités de la production des métaux précieux, soit aux dilatations ou aux contractions excessives que fait subir à la monnaie de crédit l'arbitraire des banques d'émission : ainsi l'impéritie de ces établissements engendrerait-elle tour à tour la hausse et la baisse des prix, la prospérité et la détresse économique. Pour nous, au contraire, qui avons admis que l'initiative en matière monétaire appartenait plus au public qu'aux banques, — tout au moins en période normale — nous estimons que les variations des quantités de monnaie naissent régulièrement de ces mêmes erreurs psychologiques qui engendrent successivement la surproduction et la sous-production, excès de confiance suivis d'excès de méfiance. Mais ces deux sortes d'effets, nés d'une même cause, ne se développent pas au même rythme : l'expansion de la monnaie précède nécessairement celle des marchandises et prend fin au moment où celle-ci commence. Ainsi, de cette disparité d'allure naissent tantôt la hausse des prix et tantôt leur avilissement.

Le seul reproche que méritent les créateurs de monnaie, ce n'est donc pas d'avoir comprimé le crédit, qui s'est résorbé de lui-même aux approches de la crise, mais d'avoir auparavant rendu ses excès possibles. C'est d'ailleurs une responsabilité qu'ils partagent avec les producteurs de marchandises. La

surecapitalisation et l'inflation de crédit sont étroitement liées, car elles résultent l'une et l'autre d'un ensemble d'appétits, d'erreurs et d'illusions que l'on trouve aussi bien dans l'état d'esprit des entrepreneurs que dans celui des banquiers.

Nous nous rapprochons, en ceci, de la pensée de M. Rist qui incrimine, lui aussi, non pas l'insuffisance du crédit, au moment où les prix se sont effondrés, mais l'abus de crédit qui avait permis leur hausse excessive. Pourtant, M. Rist considère l'abus de crédit comme un phénomène accidentel, dû à un ensemble de causes — accaparement de l'or par les Etats-Unis, stabilisation trop ambitieuse de la livre sterling, développement du gold exchange standard — qui tiennent au désordre économique engendré par la guerre de 1914. Ainsi est-il amené à voir dans la situation actuelle la superposition d'une crise périodique de surproduction à une dépression profonde et accidentelle des prix. Pour nous, au contraire, l'abus de crédit est une conséquence des forces qui poussent régulièrement à surproduire, en même temps qu'une condition de leur efficacité. Nous ne contestons pas que les erreurs monétaires des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne aient pu stimuler à l'excès l'activité économique du monde entier et surélever ainsi son point de chute ; mais nous estimons que les abus de crédit sont de tous les temps, qu'ils relèvent surtout de ces lois psychologiques qui, au cours des périodes prospères, poussent les entrepreneurs et les banquiers à multiplier d'un commun accord les facilités monétaires, en dépassant les limites de la plus élémentaire prudence.

Telles sont les raisons pour lesquelles, malgré la loi des débouchés, la surproduction peut être générale et peut causer *indirectement* la baisse de tous les prix, en provoquant *directement* une certaine contraction du crédit. Mais il reste à expliquer comment la baisse générale des prix peut entraîner un malaise économique ; car si les rapports d'échange réels

n'ont pas changé, abstraction faite de l'intermédiaire monnaie, si une barrique de vin vaut toujours deux sacs de farine, comment la dépréciation purement apparente des marchandises pourrait-elle ralentir l'activité humaine ?

Pour résoudre ce dernier problème il faut se rappeler un des aspects essentiels de la crise, qui est le manque de parallélisme entre la baisse des prix de gros et celle des prix de détail, ou, si l'on préfère, entre la baisse des prix de vente et celle des prix de revient. Sans doute la baisse s'étend à presque toutes les marchandises, mais dans chaque catégorie envisagée les prix de gros diminuent beaucoup et brusquement, alors que les prix de détail descendent peu et lentement. Cette disparité d'allure tient aux causes suivantes :

1° C'est sur les marchés de gros que se donnent libre jeu les variations importantes de pouvoir d'achat que nous venons de décrire : c'est là que le crédit se dilate avec excès quand l'insuffisance de la production fait espérer la hausse ; c'est là aussi qu'il se contracte rapidement quand, au contraire, la saturation du marché fait craindre la baisse. Les prix de détail échappent mieux à ces influences changeantes, en raison des habitudes plus régulières des acheteurs.

2° Sur les marchés de gros les cours sont inexorablement fixés par l'offre et la demande, en sorte que les vendeurs sont forcés, bon gré, mal gré, d'accepter la baisse. Mais les salariés et les détaillants croient pouvoir résister à la tendance nouvelle et préfèrent se retirer momentanément du marché que de subir un sacrifice apparent. Faute de connaissances économiques, ils sont hostiles à la diminution du nombre d'unités monétaires qui rémunèrent leur effort, même s'ils sont assurés de conserver une égale faculté d'échange. Pour assurer le maintien de leur salaire ou de leur profit nominal, ils s'efforcent d'obtenir la protection des pouvoirs publics et y réussissent souvent grâce à leur nombre.

3° Il entre enfin dans le prix de revient une charge énorme et à peu près invariable qui est constituée par les dettes de l'entreprise et surtout par le fardeau fiscal. Tant que les collectivités publiques n'auront pas réduit leurs dépenses dans la même proportion que l'ont fait les personnes privées, tant que la charge des dettes n'aura pas subi directement ou indirectement les réajustements nécessaires, il est vain d'espérer que les prix de revient puissent se réadapter aux prix de vente.

De cette adaptation dépend la solution de la crise, car on comprendra sans peine que les entreprises ne puissent indéfiniment travailler à perte.

*
**

Nous tenterons de résumer brièvement les conclusions de cette longue étude. La dépression actuelle et celles qui l'ont précédée nous paraissent faire partie d'un cycle économique où elles alternent avec des périodes d'essor. Crise et prospérité sont déterminées l'une et l'autre par un certain manque de concordance, non point entre la production et les facultés consommatrices, qui sont illimitées, mais *entre la production et le pouvoir d'achat*, c'est-à-dire la portion de richesse qu'il plaît au public de conserver sous une forme liquide. Tantôt la production trop intense devient supérieure au pouvoir d'achat : alors les prix baissent, la marche descendante des prix de gros étant plus rapide et plus accusée que celle des prix de détail et des salaires, ce qui engendre un état de malaise économique. Tantôt, au contraire, la production ralentie par la crise devient inférieure au pouvoir d'achat, qui se dilate immédiatement devant les perspectives d'élévation de prix que cette situation fait entrevoir : la hausse se précipite et une phase de développement industriel commence, qui s'interrompt à son tour quand le marché est saturé de marchandises et que le pouvoir d'achat se rétracte à nouveau.

En définitive, les phénomènes monétaires accompagnent l'oscillation des prix vers la hausse et vers la baisse ; ils en sont même la condition, mais ils n'en sont pas la cause, n'étant que l'expression des dispositions d'esprit des acheteurs et des vendeurs, lesquelles varient selon la situation du marché. Derrière eux, derrière même les phénomènes économiques qui les provoquent, il faut apercevoir une loi psychologique durable, qui fait naître dans l'esprit humain des ambitions démesurées quand le succès l'encourage et qui l'abat avec excès quand l'échec vient contrarier ses entreprises.

*
**

En mettant en relief le caractère régulier des crises, en leur assignant des causes naturelles, nous n'entendons point tomber dans le déterminisme économique dont on fait injustement reproche aux doctrines libérales. La nature ne nous paraît nullement parfaite et nous estimons que l'homme a le droit et le devoir de la corriger : mais il faut l'amender sans lui faire violence, redresser les instincts sans leur opposer des obstacles directs qu'ils ont tôt fait de renverser.

C'est dans cet esprit qu'après l'étude des causes, nous aborderons celle des remèdes, bien qu'elle s'écarte un peu du cadre de cet ouvrage. Nous distinguerons les *remèdes préventifs*, mesures d'hygiène destinées à prémunir contre ses maladies l'organisme économique, et les *remèdes thérapeutiques*, susceptibles de le ramener à la santé lorsqu'il est atteint.

Puisqu'à l'origine des crises on relève un certain nombre d'illusions et d'erreurs de jugement, c'est à les dissiper qu'il faut avant tout s'attacher : si elles sont l'effet inévitable de notre misère psychologique, on peut au moins les atténuer et diminuer leur virulence. La vulgarisation des connaissances économiques serait infiniment propre à mettre les entrepreneurs

en garde contre les dangers de la surproduction, les inconvénients d'immobilisations continues, les illusions que l'ont naître quelques années de prospérité. Il incombe aux économistes de perpétuer à cette fin, dans les générations qu'ils ont charge d'instruire, le souvenir de la crise actuelle et de les prémunir contre le renouvellement des erreurs qui l'ont engendrée. Il faut, d'autre part, perfectionner sans cesse la statistique pour qu'elle fournisse aux producteurs les renseignements nécessaires, non seulement sur les quantités de marchandises existantes et sur les moyens de production actuels, mais encore sur les immobilisations nouvelles qui impliquent un accroissement prochain de la production. Enfin, la concentration industrielle qui caractérise de plus en plus l'organisation économique, rend possible la multiplication d'accords corporatifs dont différents cartels nous ont déjà fourni l'exemple, qui régleraient la production, empêcheraient son élévation abusive et pourraient être utilement prolongés par des ententes internationales.

A cette éducation des entrepreneurs, doit correspondre celle des créateurs de monnaie, les banquiers publics ou privés. Ils ont, avons-nous dit, rendu possible par l'abus du crédit les excès de la production. A eux aussi il convient que les événements actuels servent de leçon. Les Banques d'Etat seront désormais averties des dangers de ces superpositions de crédits internationaux qui constituent le *gold exchange standard*. Les banques privées sauront également à quels revers les exposent l'inflation de leurs avances et de leurs escomptes. Il appartient, d'ailleurs, à la banque d'émission de les guider ou plutôt de les freiner dans les périodes prospères, en augmentant le taux de l'escompte sans attendre les signes avant-coureurs de la crise.

Puisque les mouvements des prix fournissent des indications utiles sur la situation du marché, l'Etat commet une faute grave en voulant les empêcher. Arrêter ou simplement dissi-

muler la baisse des cours, c'est entretenir la surproduction et exhausser en fin de compte l'inévitable point de chute. Entraver la hausse, c'est décourager la production des marchandises dont elle révèle l'insuffisance, c'est stimuler la consommation qu'il faudrait réduire. Les obstacles que l'on oppose de la sorte au cours naturel des choses sont destinés à être renversés brutalement par une poussée brutale qui se produira tôt ou tard. Aux ondulations souples et modérées de la courbe économique ils substituent des bonds désordonnés infiniment plus nocifs.

Quant aux remèdes que nous avons appelés thérapeutiques, qui ont pour but de mettre fin à la crise, il faut, pour les déterminer, envisager non plus les causes de la dépression, mais les raisons de sa durée. Elle se prolonge parce que les prix de détail, les salaires et les impôts, c'est-à-dire les charges des entrepreneurs, n'ont pas baissé dans la même proportion que leurs ressources, basées sur les prix de gros. S'il en était autrement, les entreprises saines connaîtraient à nouveau des profits raisonnables et verraient renaître leur activité. Seules disparaîtraient les firmes mal constituées, grevées de lourdes charges financières ou mal placées pour produire, dont la vie n'est possible que dans les périodes de hausse effrénée, durant lesquelles toute vente permet des profits anormaux. Leur disparition assainirait le marché et faciliterait le retour à l'ordre naturel des choses.

Le but à poursuivre est donc de rétablir la marge qui doit exister entre le prix de vente et le prix de revient des entreprises normalement constituées. Pour l'atteindre, il faut choisir entre les deux termes du dilemme connu : *ou bien diminuer les prix de revient* par la suppression de tous les obstacles et particulièrement des obstacles politiques qui s'opposent à leur baisse naturelle : *ou bien relever les prix de vente*, grâce à certaines interventions de l'Etat dont la plus

efficace semble être la dévaluation monétaire. Dans laquelle de ces deux voies convient-il de s'engager ?

Remarquons d'abord qu'elles conduisent l'une et l'autre au même but immédiat, qui est le rétablissement du profit. Si l'on choisit la première, si l'Etat réduit ses dépenses et par conséquent ses impôts, comme la crise a forcé tout particulier de le faire, s'il renonce à empêcher la baisse des denrées et des salaires, il paraît inévitable qu'après quelques heurts, assurément pénibles pour leurs victimes, les lois de la concurrence réadaptent assez rapidement les prix de revient aux prix de vente : ainsi les entreprises, que nous appelons *utiles*, c'est-à-dire celles qui font sortir de leurs usines plus de *valeur* qu'elles n'en ont investi dans les éléments de la production, retrouveront à la fois leur marge normale de profit, leurs débouchés et leur activité. Mais nous croyons aussi, contrairement à une opinion très répandue, que l'autre politique, celle qu'ont choisie MM. Roosevelt en Amérique et M. Van Zeeland en Belgique, peut aboutir au même résultat si elle est conduite avec méthode. Elle est basée sur la dévaluation de la monnaie, c'est-à-dire sur le relèvement des prix de gros ou, ce qui revient au même, sur la diminution réelle, quoique non apparente, des prix de détail et des charges fixes : ainsi peut renaître le profit. On objecte sans doute aux dévaluateurs qu'il est contradictoire de prétendre mettre fin à la surproduction par une hausse artificielle et générale des prix qui apporte le salut aux entreprises en surnombre. « Le redressement de la moyenne des prix, écrit M. Nogaro,¹ résultant d'une action qui s'exercerait uniformément sur tous, ne saurait être le remède proposé, puisqu'elle laisserait subsister le déséquilibre dont nous souffrons ». Mais précisément, il ne s'agit pas de relever tous les prix, mais seulement

¹ Journal *L'Information* du 3 Mai 1931.

les prix de gros, qui sont les plus sensibles à l'influence de la concurrence internationale et par conséquent aux mouvements des changes : si l'on dévalue la monnaie, les marchandises exportées et importées enchérissent et entraînent vers la hausse les autres produits. Quant aux prix de détail et aux salaires, nous avons dit pour quelles raisons psychologiques, économiques et surtout politiques, ils sont actuellement artificiels, étant très supérieurs au niveau où la baisse des prix de gros aurait dû les entraîner et étant maintenus à des cours arbitraires par l'interventionnisme d'Etat. La dévaluation monétaire ne saurait donc les affecter si elle est assez modérée pour que les prix de gros ne regagnent qu'une partie de la marge excessive qui les en sépare. La récente expérience monétaire de la Grande-Bretagne confirme notre manière de voir et montre la possibilité de contenir la dévaluation dans certaines limites. *A fortiori*, un Etat qui la déciderait librement au lieu de la subir et qui disposerait d'importantes réserves d'or, pourrait-il rester maître des changes, arrêter au point voulu la dépréciation de sa monnaie et la stabiliser aussitôt sur de nouvelles bases. Si l'opération est bien exécutée, elle doit permettre aux entreprises saines de retrouver une activité et des profits raisonnables, sans supprimer les difficultés qui mènent à la ruine les organismes parasitaires.

Ces lignes ne sont pourtant pas un plaidoyer pour la dévaluation monétaire et nous regretterions vivement que l'on se méprit sur notre pensée. Nous constatons seulement qu'aussi bien que la déflation des prix, la dévaluation est susceptible de résoudre la crise, de soulager au moins momentanément l'organisme économique. Mais il ne s'ensuit pas que ces deux procédés soient équivalents. Pour les comparer utilement, il faut tenir compte des difficultés que peut rencontrer leur mise en œuvre, des troubles politiques sociaux ou moraux qu'ils

peuvent engendrer, enfin, de leurs conséquences économiques lointaines.

La dévaluation monétaire rencontre sans doute moins de résistances que la baisse des prix de revient. Il devrait être indifférent aux salariés d'être payés moins cher en consommant bon marché ou de conserver la même rémunération nominale sans que les prix baissent. Or, en fait, ils préfèrent le second système, même s'il réduit leur pouvoir d'achat réel. On a vu les équipages de la flotte britannique se révolter devant une réduction de 5 % de leur rémunération nominale et admettre sans difficulté celle très réelle de 40 % que leur a infligé la dépréciation du sterling. Cet argument suffirait dans les pays démocratiques à faire pencher la balance vers la dévaluation. Elle plaît d'ailleurs aux capitalistes, car elle soulage immédiatement les entreprises industrielles, comme fait la morphine aux malades, et remet à plus tard l'inévitable discrimination des forts et des faibles. Enfin, d'une façon générale, les débiteurs la souhaitent, et dans tous les pays, à toutes les époques, leurs intérêts ont pesé plus lourd dans la balance politique que ceux des créanciers : ceux-ci, au surplus, n'aperçoivent pas toujours clairement le dommage que leur causera la dépréciation monétaire.

Mais il appartient aux économistes de voir plus loin que l'immédiat et de faire écarter les solutions faciles si elles compromettent l'avenir. La dévaluation est de ce nombre. Elle apaise une crise, mais elle en prépare d'autres, parce qu'elle assure moins parfaitement et moins rapidement que la déflation l'élimination des entreprises parasites, parce qu'elle punit moins sévèrement les imprudences des producteurs de marchandises ou de monnaie. Les abus du crédit renaîtront de plus belle, s'il est admis que les débiteurs sont partiellement allégés de leur fardeau en cas de baisse des prix, alors qu'ils conservent les chances de la hausse : ainsi, cette sorte de spéculation que

fait toujours un débiteur à long terme ne pourrait, en aucun cas, se terminer par une perte. L'inflation est d'ailleurs foncièrement immorale, puisqu'elle comporte une violation dissimulée des contrats publics ou privés et qu'elle dépouille l'épargnant d'une part de son bien ; elle est injuste, car l'épargne, fruit du travail passé, est aussi respectable que la rémunération du travail présent : elle est néfaste pour la société car elle détourne l'individu de former les capitaux nouveaux qui sont indispensables à l'accroissement des richesses produites.

C'est pourquoi la déflation naturelle des prix nous paraît constituer la meilleure façon de revenir à la santé économique. Elle entraîne parfois des ruines brutales qui heurtent la sensibilité douillette de nos contemporains ; mais vaut-il pas mieux supprimer rapidement les organes malsains que de les laisser empoisonner le corps tout entier ? La déflation laissée à elle-même opère comme le bistouri du chirurgien, tandis que la dévaluation est semblable aux émollients. Nous ne la condamnons pas absolument : c'est un pis aller qui peut devenir indispensable quand de regrettables circonstances politiques interdisent l'emploi des remèdes énergiques. Mais nous la considérons comme un procédé très inférieur de la thérapeutique des sociétés.

CHAPITRE V

CONCLUSIONS SUR LE PROBLÈME DES PRIX

En commençant l'examen de l'obscur problème que posent les relations de la monnaie et des prix, nous avons mis en présence deux théories qui semblaient inconciliables : la théorie quantitative, qui fait dépendre étroitement les prix de la masse monétaire ; la théorie des besoins de la circulation, selon laquelle au contraire les quantités de monnaies émises varient en fonction des prix. Après une double étude théorique et pratique nous arrivons à cette conclusion que ces thèses opposées contiennent chacune une part de vérité : les quantités monétaires influencent les prix ; les prix influencent les quantités monétaires ; chacun de ces deux facteurs transmet à l'autre les poussées dont il est l'objet et que nous avons schématisées.¹

Il arrive toutefois, selon les circonstances que le facteur monnaie l'emporte nettement sur le facteur prix ou inversement. Ainsi s'explique la justification successive des quantitatistes

¹ Cf. II^e partie. Ch. II.

et de leurs contradicteurs, qui peuvent les uns et les autres alléguer des faits indiscutables à l'appui de leur thèse. Il n'est pas inutile de préciser dans quelles conditions différentes les phénomènes de production, de circulation ou de consommation des richesses dominent les phénomènes monétaires ou sont au contraire dominés par eux.

La prééminence appartient aux premiers lorsque l'activité économique est *normale*, c'est-à-dire lorsqu'elle est inspirée par le seul souci de l'enrichissement général et qu'aucun fait exceptionnel, tel qu'une guerre, une révolution ou la découverte subite de quantités considérables de métaux précieux, ne vient la détourner de son évolution habituelle. Dans cette hypothèse, les mouvements des prix semblent bien déterminer ceux de la masse monétaire et être régis eux-mêmes par l'état comparé de la production et de la consommation des marchandises. Les prix montent ou descendent, entraînant avec eux la monnaie, selon les alternatives de prospérité ou de crise que nous avons expliquées au chapitre précédent. Les acheteurs et les vendeurs de marchandises jouent un rôle actif, les créateurs de monnaie un rôle presque passif. Les premiers, en effet, accroissent ou diminuent leurs demandes de crédit selon les perspectives de hausse ou de baisse que leur fait entrevoir la situation du marché. Les seconds n'ont aucune raison de contrarier la tendance si elle porte à l'élargissement des facilités monétaires, puisqu'elle accroît en même temps leurs profits (tout au plus cherchent-ils à la brider quand elle devient dangereuse pour leur liquidité) ; si, au contraire, la monnaie tend à se résorber, les banques d'émission ou de dépôt n'ont pas le pouvoir d'imposer leur monnaie aux gens qui n'ont pas envie de faire des transactions commerciales, même en les tentant par le bon marché du crédit. Elles n'ont pas l'initiative du mouvement. Selon l'image si juste du banquier américain Warburg, elles sont « enclume et non marteau », encore que l'enclume

puisse être plus ou moins résistante, plus ou moins élastique. Somme toute, les faits observés quand l'activité économique est normale justifient la théorie des besoins de la circulation, à cela près qu'elle méconnaît par trop le rôle qui reste dévolu aux banquiers.

Il en va tout autrement — et le monétaire l'emporte sur l'économique — quand le rythme habituel des échanges est troublé par la brusque apparition d'un nouveau contingent de pouvoir d'achat dû à des causes exceptionnelles. Tantôt c'est le stock de monnaies métalliques qui augmente subitement par suite de la découverte de mines ou de trésors inconnus. Tantôt ce sont les émissions de monnaies fiduciaires qui se multiplient pour satisfaire, non pas aux demandes du public, mais à certains besoins extraordinaires de l'Etat, en face desquels les considérations de technique économique ou financière sont d'un faible poids : il s'agit de soutenir une guerre, d'éviter des troubles sociaux en soutenant des entreprises en péril, en subvenant aux besoins des chômeurs, etc... Dans ces deux cas l'inflation monétaire est la cause de la hausse des prix, mais pour des raisons différentes : l'inflation d'or, parce qu'elle met entre les mains des inventeurs de mines ou de trésors un pouvoir d'achat à peu près gratuit, qu'ils n'eussent pas songé à se procurer si la monnaie leur était *coûteuse*, au sens où nous l'attendons, mais qu'ils jettent dans la circulation dès l'instant qu'elle leur est offerte sans loyer ; quant à l'inflation fiduciaire, elle provoque l'enchérissement général parce que l'Etat, dans les circonstances où il la rend inéluctable, se préoccupe fort peu des répercussions économiques que peut entraîner l'excès de ses dépenses.

Remarquons que les émissions exigées par l'Etat ne sont pas toujours faites au profit de sa trésorerie propre. Les Etats modernes obligent parfois les banques d'émission ou certains instituts créés pour la circonstance à faire des avances plus

ou moins recouvrables à des entreprises privées, à charge pour celles-ci de s'en servir pour ranimer les transactions et faire revenir la confiance. C'est un des procédés qu'emploie, aux Etats-Unis, le gouvernement de M. Roosevelt, et il semble bien qu'il atteigne son premier but, qui est de faire monter les prix. M. Keynes en doute cependant et raille cette tentative : « Certaines gens, écrit-il, croient que la production et les revenus peuvent être accrus en augmentant la quantité de monnaie. C'est comme si l'on achetait une ceinture plus grande pour gagner de l'embonpoint..., la quantité de monnaies n'étant qu'un élément limitatif au détriment du volume des dépenses, qui est, lui, l'élément actif ». Ces observations sont très justes en temps normal, quand l'offre de crédit des banques est faite à titre onéreux et que, par conséquent, elle reste vaine si elle ne correspond pas aux besoins du public. Elles cessent de l'être dans les périodes exceptionnelles que nous étudions, où l'Etat exige que l'on répande sur le public une véritable manne de pouvoir d'achat gratuit. Les nouvelles facilités monétaires sont alors comparables, non plus à la ceinture inutilement élargie dont parle M. Keynes, mais à la nourriture forcée dont on gave les volailles et qui réussit à augmenter leur embonpoint. Bien entendu, nous faisons les réserves voulues sur les conséquences finales d'une telle inflation, aussi néfaste pour l'économie publique que pour l'organisme animal. Nous voulons montrer seulement que la théorie quantitative se vérifie dans certaines circonstances exceptionnelles, non point, sans doute, comme une loi mathématique, mais comme l'expression de la prédominance que prennent parfois les phénomènes monétaires sur les causes purement économiques de variations des prix.

On s'étonnera peut-être qu'en pareil cas l'inflation forcée de la masse monétaire n'épuise pas rapidement ses effets. Pourquoi les monnaies nouvelles ne se résorbent-elles pas quand les dépenses de leurs premiers possesseurs les ont dispersées

dans le public, puisqu'elles excèdent les besoins de la circulation ? Pourquoi la hausse des prix ne disparaît-elle pas en même temps ? C'est que précisément l'enchérissement général crée immédiatement de nouveaux besoins de monnaie ; ce qui auparavant eut été excédent, devient indispensable aux transactions quand une fois la hausse est faite.

Il arrive aussi que la théorie quantitative trouve sa vérification dans la baisse des prix. Certains événements extraordinaires tels qu'une révolution ou une panique financière peuvent tuer le crédit et provoquer en dehors de toute crise économique la « révocation du consentement mutuel » sur lequel repose la monnaie bancaire. M. Giscard d'Estaing¹ à qui nous empruntons ces expressions, cite l'exemple de la « volatilisisation de monnaie scripturale » qui se produisit en Allemagne en 1930 par suite des retraits massifs de capitaux étrangers. En pareil cas le resserrement monétaire suffit à provoquer la dépréciation de toutes les marchandises.

En définitive, les *circonstances anormales* que nous venons de décrire et qui donnent aux phénomènes monétaires une importance inaccoutumée, sont celles qui engendrent les mouvements des prix accidentels, mais de longue durée, que nous avons étudié au Chapitre III, (2^{me} partie). Au contraire l'*activité économique normale* ne connaît que des variations assez régulières des prix, dues aux oscillations périodiques de la production et de la consommation. Notons que ces deux sortes de mouvements, que nous avons dû distinguer pour faciliter leur étude théorique, peuvent fort bien dans la pratique coïncider jusqu'à se confondre. Aux mouvements trentenaires qu'à connus le XIX^e siècle se sont superposées maintes alternances de crise et de prospérité, qui ont retardé ou précipité l'évolution des prix subjacente. Et il est fort possible que,

¹ *La Maladie du Monde*, op. cit.

comme le soutient M. Rist, la crise de surproduction dont nous sommes actuellement victimes se complique d'une dépression plus profonde commencée dès 1925.

*
**

Nous avons vu comment les relations de la monnaie et des prix varient selon les temps; nous allons préciser comment elles varient dans l'espace, selon le régime monétaire et commercial des différents Etats.

La monnaie peut être nationale ou internationale, et il en est de même du commerce des marchandises. La monnaie est nationale quand aucun lien ne la rattache à celle des autres Etats; elle est internationale quand les signes monétaires des différentes nations peuvent s'échanger entre eux suivant un rapport fixe: c'est ainsi qu'un régime basé sur l'or est en réalité international, malgré l'aspect particulier que prennent dans chaque pays les pièces de métal ou les billets qui les représentent. Quant aux marchandises, elles circulaient autrefois à travers les frontières sans obstacles prohibitifs, mais, par un singulier contraste avec le progrès des moyens de communications, il semble que l'évolution contemporaine tende à empêcher le commerce international et à favoriser en divers pays l'établissement d'un régime d'autarchie économique.

Ceci étant on comprendra sans peine que l'action réciproque de la monnaie sur les prix et des prix sur la monnaie soit d'autant plus réelle et surtout d'autant mieux perceptible que le domaine où elle s'exerce est plus restreint et mieux fermé aux influences extérieures. Un chimiste ne saurait mesurer avec précision les effets du mélange de deux gaz qui se rencontreraient librement dans l'atmosphère au milieu d'éléments étrangers: il n'aboutira à un résultat certain qu'en mettant en contact par leur unique ouverture deux récipients dont il

connaîtra l'exacte capacité. Ainsi la circulation internationale de la monnaie et des marchandises complique-t-elle à la fois l'étude de la théorie quantitative et les règles de conduite qu'elle suggère aux pouvoirs publics.

En envisageant à ce point de vue le champ d'expansion de la monnaie et du commerce, on peut distinguer quatre régimes différents :

- 1° un régime de monnaie et de commerce *internationaux* ;
- 2° un régime de monnaie *internationale* et de commerce *national* ;
- 3° un régime de monnaie *nationale* et de commerce *international* ;
- 4° un régime de monnaie et de commerce purement *nationaux*.

Il va sans dire qu'en fait la distinction entre ces différents systèmes est moins nette que nous ne la faisons, surtout pour ce qui est du commerce, où il existe mille degrés entre un internationalisme et un nationalisme absolus, qui ne sont d'ailleurs jamais réalisés dans la pratique.

Le premier régime envisagé était en vigueur avant 1914 dans toute l'Europe et dans la plus grande partie du monde civilisé ; il régna à nouveau, à quelques restrictions près, de 1926 à 1930. Sous la diversité apparente des monnaies, dollar, sterling, franc, mark, lire, subsistait une unité profonde, due à l'étalon-or qui leur était commun et qui se prêtait à toutes les transformations monétaires. Toute différence qui se fut produite entre leurs pouvoirs d'achat eut été vite comblée par un double courant : courant d'or se dirigeant vers les pays à bas prix et à monnaie appréciée ; courant de marchandises vers les pays à prix élevés, à monnaie dépréciée. Ainsi le niveau des prix s'égalisait-il à peu près. Suivant l'image très juste qu'employait M. Winston Churchill lorsqu'il proposait aux Communes de rétablir l'étalon-or « tous les pays soumis à ce régime voient

leurs prix varier en même temps, comme ces navires qui, placés côte à côte dans les ports, s'élèvent et s'abaissent avec les mouvements de la marée ».

Dans de telles conditions il est presque impossible de vérifier et d'appliquer la théorie quantitative. Les émissions de signes monétaires nationaux, qu'ils soient métalliques, fiduciaires ou scripturaux, ont aussi peu d'influence sur les prix que l'apport variable d'un fleuve sur le niveau de la mer. L'action d'une inflation monétaire locale est minime, et compensée le plus souvent par celles qu'exercent à l'étranger des pressions du même ordre ou d'ordre différent.

C'est faute de l'avoir compris qu'on a injustement accusé la Banque de France de provoquer la hausse des prix lorsqu'après avoir en fait stabilisé la monnaie en 1926, elle émettait des francs en contre-partie de l'or et des devises-or qui lui étaient offertes par grandes quantités. Ce faisant, la Banque ne créait aucune monnaie ; elle substituait seulement, dans la circulation internationale, des francs à des dollars ou à des livres sterling, opération qu'il ne faut point confondre avec une émission de monnaie sans contre-partie en un circuit fermé. Dans ce dernier cas écrit M. Rist¹ « c'est une monnaie purement nationale que l'on crée, dont le pouvoir d'achat est strictement limité au pays. Dans l'autre au contraire c'est une monnaie internationale qui pénètre dans le pays, une richesse que l'on importe, le billet émis n'étant qu'un certificat de dépôt destiné à faciliter la circulation de la richesse internationale à l'intérieur du pays importateur. Non seulement c'est une richesse que l'on importe, mais, chose plus essentielle, c'est une richesse que l'on exporte à volonté. Le billet qui la représente se retransforme en devises étrangères dès que le

¹ *Essai sur quelques phénomènes économiques et monétaires*, op. cit., page 88.

besoin s'en fait sentir ». Ainsi le courant de monnaie internationale qui se dirigea vers le franc en 1927 et 1928 était sans danger pour la stabilité des prix français, car leur hausse se serait corrigée d'elle-même par un afflux correspondant de marchandises ou de titres.

La situation changea à partir de 1930, et l'on vit une certaine différenciation se produire entre les prix intérieurs des différentes nations, qui étaient restées fidèles à l'étalon-or. C'est ainsi que les prix français se maintinrent à un niveau supérieur à celui des prix belges ou italiens, sans que la monnaie se dirigeât vers ces deux pays pour rétablir l'équilibre. C'est qu'un peu partout on avait cru lutter efficacement contre la crise par des mesures protectionnistes. En superposant droits de douane et contingentements, les Etats s'entouraient d'une muraille de Chine et instaurent ainsi peu à peu un autre régime, caractérisé par l'autarchie économique et le libre-échange monétaire.

Dans ce second régime, les changes demeurent stables, car la monnaie reste internationale, mais les prix varient selon les pays, puisque les courants de marchandises qui pourraient les niveler sont supprimés ou entravés. A l'intérieur de chaque Etat les prix subissent des influences particulières et, entre autres, celle de la quantité de monnaie qui y a pris la forme nationale. On s'étonnera peut-être que précisément cette quantité de monnaie ne dépende pas des prix et que l'impénétrabilité des marchés commerciaux ne soit pas compensée par la fluidité de la monnaie, quittant les pays de cherté pour se porter vers les pays de bon marché, abaissant les prix d'un côté, les relevant de l'autre et les ramenant tous ainsi à une juste moyenne. C'est que les mouvements internationaux de monnaie ne dépendent pas seulement des prix, c'est-à-dire de la balance commerciale. Ils sont aussi déterminés par les autres éléments de la balance des comptes et surtout par la recherche

de la sécurité monétaire. Ce souci, qui n'existait pas avant 1914, est né du spectacle des nombreuses dépréciations de devises qui ont été opérées depuis lors et qui ont dévalorisé toutes les richesses dont le sort est lié à celui des monnaies : créances, obligations, rentes, dépôts en banques, etc... Averti par l'expérience le possesseur de cette sorte de biens est aux aguets ; sitôt que sa monnaie donne quelques signes de faiblesse, il se hâte de l'échanger contre une monnaie étrangère qu'il croit plus solide. Mais les événements sont multiples et changeants. Tantôt c'est le dollar qui inspire confiance, tantôt la livre sterling, puis le florin ou le franc. On voit donc les capitaux flottants se précipiter d'une monnaie à l'autre suivant de fugitives impressions, et leur mouvement se transforme vite en sarabande, selon le mot de M. J. Caillaux. Or, précisément — et c'est le grand mérite de M. Giscard d'Estaing de l'avoir remarqué, — cette sarabande est privée, par l'impossibilité d'échanger des marchandises ou des titres, des véhicules qu'elle eût pu utiliser et qui eussent rendu ses mouvements moins violents et moins nocifs. Les exportations de capitaux ne peuvent plus guère se traduire par des importations de marchandises puisqu'on étouffe le commerce international, ni par des importations de valeurs, car la défaillance volontaire de beaucoup d'Etats emprunteurs ou de leurs ressortissants a tué le crédit. « On a donc vu, écrit M. Giscard d'Estaing,¹ coexister un accroissement des transactions sur le marché des changes et un ralentissement des transactions sur les marchandises et les richesses qui permettaient aux divers systèmes monétaires de communiquer entre eux ». C'est pourquoi les mouvements des capitaux ont pris uniquement une forme monétaire et l'or est devenu le dernier élément auquel les nations puissent avoir recours pour le règlement de leurs comptes. Il s'accumule donc en certains

¹ *La Maladie du Monde*, p. 123.

pays, y favorisant la multiplication du pouvoir d'achat et l'élévation des prix.

La théorie quantitative joue encore plus nettement dans notre troisième régime, régime inverse du précédent, où la monnaie est purement nationale, en raison des restrictions qui frappent soit la convertibilité en or, soit l'entrée ou la sortie de ce métal, mais où le commerce extérieur est relativement libre. Les changes cessent alors d'être stables et la politique monétaire exerce sur eux comme sur les prix une influence certaine, quoique non exclusive, dont l'intensité varie d'ailleurs, comme nous l'avons dit, selon le caractère normal ou anormal de l'activité économique. Il faut noter toutefois que l'inégalité qu'engendre cet état de choses entre les prix intérieurs et les prix extérieurs est plus apparente que réelle, car les courants de marchandises qui restent possibles tendent sans cesse à rétablir, par l'intermédiaire des changes, la parité des pouvoirs d'achat.

Cette dernière ouverture se ferme et l'isolement du pays est complet quand à l'autonomie monétaire se joint l'autarchie économique, qui caractérise notre quatrième régime. C'est ainsi que tend à vivre l'empire allemand à l'heure où nous écrivons ces lignes. Dans de telles conditions aucun lien, même caché, ne réunit plus les prix intérieurs aux prix extérieurs ; par contre leurs relations avec la monnaie sont plus étroites et plus faciles à constater que partout ailleurs.

Les divers systèmes que nous venons d'examiner et les bouleversements qui leur ont donné naissance, ont depuis un quart de siècle fourni aux théoriciens un terrain d'études inégalable de la monnaie et des phénomènes qui la concernent. Leurs travaux ne sauraient rester purement théoriques et nous allons maintenant les utiliser pour définir les principes de la politique monétaire.

TROISIÈME PARTIE

LA POLITIQUE MONÉTAIRE

CHAPITRE I

FINS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Comme toute politique, la politique monétaire soulève à la fois une question de régime et une question de tactique quotidienne. Quel choix faut-il faire entre les différentes constitutions de la monnaie ? Quelle est, dans le cadre choisi, la ligne de conduite qui s'impose aux pouvoirs publics et aux autorités financières ? Mais pour résoudre ce double problème, auquel nous consacrerons les chapitres suivants, il faut s'entendre au préalable sur les fins de la politique monétaire.

Ces fins ne sont pas si clairement définies qu'on pourrait le croire et l'accord est loin d'être unanime à leur sujet. La monnaie n'était considérée autrefois que comme un instrument de mesure, dont l'invariabilité devait être la qualité essentielle. A cette conception statique s'opposent de nos jours plusieurs conceptions dynamiques, selon lesquelles l'influence que la monnaie possède sur les prix devrait être utilisée pour provoquer leur hausse ou leur baisse et pour agir par là sur l'ensemble de l'activité économique. Nous ferons un exposé critique de ces théories récentes, puis nous justifierons la

conception classique de la monnaie, à laquelle nous restons fidèles.

Dans les milieux industriels et commerciaux on souhaiterait volontiers une dépréciation insensible mais continue de la monnaie qui entretienne la hausse des prix. La hausse semble en effet favorable à la prospérité publique ; on la considère comme un stimulant de la production et des échanges. « Elle tient en haleine l'esprit d'entreprise, elle favorise la hausse des salaires, elle agit comme un tonique, elle est un symptôme de bonne santé économique ». ¹ Elle paraît conforme aux intérêts du capital, dont elle augmente les profits, et des débiteurs qu'elle soulage partiellement de leur fardeau ; elle est indifférente, dit-on, aux salariés, puisque leur rémunération augmente en même temps que leurs dépenses et qu'au surplus ils trouvent dans l'activité des entreprises une garantie contre le chômage. On reconnaît il est vrai que l'avilissement de la monnaie nuit au créancier, c'est-à-dire à quiconque vit d'un revenu fixe, mais on estime que cette catégorie de consommateur improductif est peu intéressante, « qu'il est bon que la réduction croissante de ses revenus l'avertisse (le rentier) qu'il joue en ce monde un rôle de parasite, qu'il fera bien, s'il veut transmettre aux siens une situation sociale équivalente à la sienne de s'évertuer ou du moins d'apprendre à ses enfants à jouer un rôle actif ». ²

Un tel jugement nous paraît à réviser. Le capital du rentier est le fruit d'un labeur passé ; il en représente la meilleure utilisation qui soit, puisqu'il a servi à développer la production au lieu d'être dépensé immédiatement sans grand profit pour la collectivité ; il est donc aussi respectable, sinon plus, que la rémunération du travail présent, qui se dissipe

¹ Opinion citée par M. Ch. GIDE : *Cours d'Economie Politique*, T. 1, page 439.

² Opinion citée par M. Ch. GIDE : *Cours d'Economie Politique*, T. 1, page 439.

parfois bien vainement. Au surplus, on tuerait vite l'esprit d'épargne, qui est un des principaux stimulants de l'activité humaine, en avilissant ses résultats par système. Quant au salarié, il souffre aussi de toute hausse continue des prix, car la progression de son salaire ne la suit que tardivement ; dans tous les pays inflationnistes, les fonctionnaires, les employés, les ouvriers ont été victimes de l'enchérissement général. Restent enfin les débiteurs et entrepreneurs de tout ordre, que la hausse favorise momentanément, mais à qui elle réserve à la longue de désagréables surprises ; en effet, elle stimule à l'excès la production et aboutit un jour à l'effondrement brutal des prix, comme la tension excessive d'une corde détermine sa rupture. Le seul cas où l'on puisse utilement la provoquer est donc celui où l'endettement excessif des producteurs met en danger l'armature financière d'un pays. Considérée au contraire comme un but normal de la politique monétaire, la hausse des prix nous apparaît comme éminemment nuisible.

La baisse ne l'est pas moins. On a soutenu cependant, en se plaçant au point de vue du consommateur et non plus du producteur, qu'elle constitue le but final de toute activité économique car elle devrait théoriquement améliorer le bien-être général. L'expérience montre malheureusement que toute baisse générale des prix coïncide avec la diminution des ressources monétaires de chaque individu. Elle oblige en effet les entrepreneurs à réduire les salaires ; ou bien, si l'on parvient à retarder artificiellement leur évolution, le chômage apparaît, conformément à une loi que M. Rueff a très justement mis en évidence ; en sorte que le maintien des avantages dont bénéficient les travailleurs qui conservent leur emploi est payé de la misère des autres. Ajoutons que la baisse des prix accroît injustement le fardeau des débiteurs, qu'elle les conduit à la ruine en même temps qu'elle procure au créancier un profit immérité. Autant que la hausse, elle rend périlleux les contrats

de longue durée, qui sont pourtant la base d'une économie bien ordonnée.

Il ne faut donc rechercher ni la hausse ni la baisse des prix, mais simplement leur stabilité. Stabilité qui n'exclut point le progrès matériel de l'humanité, car les ressources monétaires de la masse peuvent s'accroître, et par conséquent son pouvoir d'achat, si le travail humain prend une valeur croissante. La fixité des prix n'est pas incompatible avec l'élévation progressive des salaires et des profits, si l'homme valorise son effort en le perfectionnant, si les progrès scientifiques multiplient son rendement. Ainsi comprise l'évolution du machinisme profiterait aux travailleurs de tout ordre et non pas seulement aux capitalistes et aux entrepreneurs. Mais prétendre accroître la rémunération du travail sans augmenter sa valeur, sans le rendre plus productif, est une folle entreprise dont les salariés sont les premières victimes.

La stabilité des prix que nous croyons désirable n'est pas toutefois une fixité absolue qui supprimerait les indications utiles que donnent les cours de marchandises sur l'insuffisance ou l'excès de la production. Ce qui importe, selon nous, c'est de supprimer les mouvements de prix qui ont une cause monétaire, c'est-à-dire les hausses ou les baisses accidentelles qui n'ont rien de commun avec les alternances périodiques de prospérité ou de crise. La politique monétaire doit donc tendre, selon les circonstances, à neutraliser l'afflux de métaux précieux que provoquent certaines découvertes minières ou au contraire à parer, par le développement du crédit, à l'insuffisance de la monnaie métallique. Quant aux mouvements réguliers des cours qui dépendent de la situation du marché et que nous avons étudiés dans notre seconde partie, on peut utilement s'efforcer d'en diminuer l'amplitude, d'en atténuer la brusquerie, mais nous croyons qu'il serait inutile et même dangereux de prétendre les supprimer. S'opposer à la hausse

des prix que provoque l'insuffisance des marchandises, c'est prolonger une période de consommation excessive, c'est priver la production d'un stimulant nécessaire, c'est accroître progressivement l'écart qu'il faudrait combler entre l'offre et la demande : les prix finiront par s'élever quand même, mais avec brutalité, avec la force d'une poussée explosive trop longtemps contenue. Prétendre empêcher la baisse, c'est entraver de la même façon une réaction salutaire et finalement inévitable. Les mouvements des prix tendent à se corriger d'eux-mêmes et à s'insérer en une courbe assez molle aux oscillations régulières. Si on les contrarie, la courbe se transforme en une série de paliers, séparés par de brusques dénivellations ; on aura remplacé d'insensibles ajustements par des ébranlements brusques de l'activité économique. Pour atténuer peu à peu l'amplitude de ces oscillations il ne faut compter, comme nous l'avons dit, que sur l'expérience croissante des producteurs et des consommateurs ; leur éducation sera facilitée, si on réussit à éliminer des mouvements des prix les facteurs monétaires qui obscurcissent ces phénomènes, qui empêchent d'apercevoir leur retour et d'y porter les remèdes appropriés.

Nous ne saurions mieux résumer notre pensée qu'en empruntant à M. Ch. Gide les lignes qui vont suivre.¹ M. Gide se félicitait de la stabilisation du franc, c'est-à-dire de son rattachement à l'or ; il espérait la stabilisation de l'or, c'est-à-dire la disparition des éléments d'incertitude qui tiennent à la production de ce métal, mais sans souhaiter la stabilité absolue des prix : « Elle priverait le producteur, écrit-il, des salutaires indications qu'il trouve précisément dans les variations des prix. Quelle situation angoissante serait celle d'un capitaine de navire dont la boussole et le baromètre auraient été stabilisés ? Sans doute il faut chercher le moyen d'éviter

¹ Le journal *L'Information* du 4 Février 1929.

les variations brusques comme celles qui résultent de l'inflation et qui depuis la guerre ont été si désastreuses. Mais les variations de prix à longues périodes, par cycles, sont salutaires, tonifiantes aussi bien que le rythme des saisons. Les pays où règne un éternel printemps sont au dernier rang comme activité économique ».

CHAPITRE II

LE MEILLEUR RÉGIME MONÉTAIRE

Il nous est impossible, dans le cadre de cet ouvrage, de faire un exposé critique de tous les régimes monétaires qui ont été imaginés ou mis en pratique. Ils sont extrêmement nombreux et variés, mais on peut les classer en deux genres principaux : d'une part les systèmes basés sur une richesse matérielle et dont le régime d'étalon-or semble le type le moins imparfait ; d'autre part ceux qui ne reposent sur aucune richesse réelle, qui ne comportent qu'une circulation de signes monétaires sans valeur intrinsèque, et dans lesquels le pouvoir d'achat de la monnaie dépend de la *direction* qui lui est donnée. Monnaie or ou monnaie dirigée, telle est en fait l'alternative devant laquelle hésite la politique monétaire. Nous nous contenterons de comparer dans leur principe ces deux systèmes opposés, sans entrer dans leurs détails d'application. Ce faisant nous aurons sans cesse présente à l'esprit la fin essentielle que nous avons définie au chapitre précédent, à savoir la stabilité relative des prix : quel est le régime qui empêche le mieux les fluctuations accidentelles des prix, tout en laissant libre jeu aux variations régulières qui résultent de l'état du marché ?

*
**

La supériorité de l'or était jusqu'à nos jours considérée comme un dogme, mais ce dogme a été ébranlé par les troubles monétaires contemporains et surtout par la crise actuelle. On trouve au métal jaune de nombreux défauts que nous allons exposer.

Certains économistes lui reprochent la régularité excessive de sa production ou plus exactement la stabilité relative du stock mondial, qui, le métal étant inaltérable, n'est que faiblement grossi par l'extraction annuelle ; d'où l'impossibilité de multiplier les facilités monétaires au même rythme que les progrès techniques permettent de développer la production des marchandises. Ainsi l'insuffisance des moyens de paiement par rapport aux besoins grandissants des échanges serait la cause principale des crises économiques.

D'autres rappellent au contraire que les soubresauts de la production minière ont souvent infligé à la valeur de la monnaie de regrettables oscillations : on cite à ce propos les « marées de l'or » qui, au ^{xvi}^e ou au ^{xix}^e siècle, ont fait monter les prix à plusieurs reprises et qui ont alterné avec des périodes de raréfaction du précieux métal ; on craint même qu'à l'avenir sa valeur ne soit plus variable encore, car d'une part on ne découvre plus de nouvelles mines et d'autre part les savants finiront peut-être par trouver le secret de la transmutation des métaux, la fameuse *pierre philosophale*, qui avilirait l'or à l'égal du plomb.

On fait enfin remarquer que de nos jours la valeur d'une monnaie-or ne tient plus guère aux conditions dans lesquelles le métal est produit, mais dépend des facteurs multiples qui dans le monde entier superposent aux espèces métalliques une véritable pyramide de crédits. L'or, nous l'avons reconnu nous-même, ne donne plus à la monnaie sa valeur, mais il la lui

prend. Ainsi est-il devenu en quelque mesure une monnaie dirigée, mais une monnaie dont la direction échappe aux autorités responsables d'un pays. « Puisque, s'écriait en 1928 le président d'une grande banque anglaise, M. Mac Kenna, 'puisque la valeur de l'or n'est en réalité que celle du dollar et qu'elle est déterminée par l'action des Federal Réserve Bank, qui élargissent ou restreignent les crédits, autant adopter une monnaie dirigée sur laquelle nous aurions au moins la haute main ».

En somme les adversaires de l'or estiment raisonnable d'abandonner un étalon monétaire peu variable sous sa forme métallique ou qui ne varie que par accident ou dont la valeur se modifie au gré d'influences lointaines et incontrôlables. Ils voudraient lui substituer une monnaie affranchie de toute entrave matérielle, rationnellement émise, entièrement soumise à la volonté des hommes, qui pourraient dans chaque pays l'adapter aux besoins de l'économie nationale.



Aux yeux de ses partisans la monnaie dirigée a sur l'or cet avantage précieux d'assurer la stabilité absolue des prix. Elle suppose sans doute que l'on renonce à la fixité des changes, car si l'Etat veut être maître de sa monnaie, il lui faut rompre les liens qui l'unissent aux monnaies étrangères. Comme le dit M. Keynes, qui s'est fait après Irving Fisher l'apôtre de ce système, il faut choisir entre la stabilité des changes et celle des prix. Si l'on préfère la stabilité des changes, on se résignera à voir les prix intérieurs suivre les fluctuations qu'infligent aux prix mondiaux les brusques écarts de la production de l'or. Si au contraire on stabilise les prix intérieurs par une savante tactique monétaire, le change traduira par ses propres variations celles des prix extérieurs. Or, la première solution, nous

dit M. Keynes, est nettement préférable « parce que les contrats et les prévisions commerciales qui supposent un change stable sont infiniment moins nombreux que ceux qui supposent un niveau constant des prix intérieurs ».

On voit donc que la théorie de la monnaie dirigée a au moins le mérite de poursuivre le but statique que nous considérons comme la fin véritable de la politique monétaire, et de rejeter les illusions dynamiques qui inspirent l'inflationnisme vulgaire. L'inflationnisme, quand il est une doctrine et non pas seulement la conséquence forcée d'une mauvaise gestion, se préoccupe fort peu de la stabilité des prix. Il poursuit d'autres fins : développer des exportations, soulager les débiteurs, stimuler l'ensemble de l'activité économique. Au contraire la monnaie dirigée se propose avant tout d'être stable, plus que ne saurait l'être l'étalon métallique. Quand le gouvernement de M. Roosevelt a volontairement détaché le dollar de l'or, il a prétendu réagir contre la baisse continue des prix qu'engendrait, selon lui, l'insuffisance du métal jaune, et permettre à tout débiteur de se libérer avec une quantité de marchandises égale à celle que son emprunt lui avait permis d'acquérir. Ce n'est pas de son plein gré que la Grande-Bretagne a dû suivre le même régime, car, comme le dit plaisamment M. Rueff, « ce n'est pas elle qui a abandonné l'étalon-or, mais l'or qui l'a abandonnée ». Néanmoins elle s'efforce de tirer parti de son malheur et prétend, elle aussi, diriger le sterling inconvertible de façon à supprimer complètement les fluctuations des prix.

*
**

La monnaie dirigée possède-t-elle les mérites qu'on lui prête. Est-il vraiment souhaitable que les prix soient rigoureusement stabilisés. Et ce but est-il réalisable dans le système envisagé ?

A la première question nous avons déjà répondu négativement. C'est une dangereuse illusion, avons-nous dit, que de prétendre empêcher indéfiniment la hausse ou la baisse des prix quand ces phénomènes sont provoqués par la situation du marché. On peut les retarder par divers procédés artificiels dont l'intervention de l'Etat est le plus couramment employé. Mais en les retardant on se prive de ces indications précieuses qui sont les variations des cours, on entretient la sous-production ou la surproduction, on augmente ainsi la vigueur des forces naturelles que l'on prétend comprimer. Elles explosent un jour à grand dommage au lieu d'avoir été canalisées. C'est pourquoi nous paraît seule désirable la stabilité relative des prix, c'est-à-dire la suppression des mouvements d'exceptionnelle amplitude qu'engendre certains accidents monétaires.

Pour atteindre ce but limité la monnaie dirigée nous paraît un instrument moins sûr que ses partisans ne le croient, et c'est le second reproche que nous lui faisons. Elle serait sans doute la meilleure qui puisse être si l'homme était parfait, à la fois infailible et honnête. Mais étant donnée la faiblesse relative de son intelligence, le peu de connaissances sûres que lui fournit encore l'économie politique, la conscience défective de beaucoup d'individus et de la plupart des corps politiques, il paraît dangereux de confier la valeur de la monnaie aux soins d'une autorité purement humaine. Les fautes de gestion inspirées par des erreurs de doctrine sont, dans un tel système, le moindre péril à redouter. Il est surtout à craindre que les individus qui auraient la charge de manipuler la monnaie pour lui assurer une valeur stable, n'usent à d'autres fins des pouvoirs qui leur seraient confiés. Les gouvernements succombent aisément à la tentation de masquer par des mutations monétaires la mauvaise situation des finances publiques : ce faisant ils croient quelquefois servir l'intérêt général qu'ils identifient volontiers avec leur intérêt particulier ; ils invoquent l'excuse de la nécessité, sans

vouloir reconnaître que la fâcheuse alternative dans laquelle nous sommes placés de déprécier la monnaie ou de cesser tout paiement est la conséquence de leur mauvaise gestion. Sans remonter à Philippe-le-Bel, l'intervention de l'Etat en matière monétaire a toujours été néfaste et rien ne permet de croire qu'il puisse en être autrement. Si même la direction de la monnaie était remise à un organisme technique, il est peu vraisemblable qu'il puisse être assez indépendant de l'Etat pour résister à tous les moyens de pression ; au besoin d'ailleurs on trouverait pour vaincre sa résistance toutes sortes de prétextes d'intérêt national. La prétendue supériorité de la monnaie dirigée est donc illusoire et nous allons voir que les prétendus inconvénients de l'or ne sont pas mieux démontrés.



La monnaie-or présente l'immense avantage de ne point dépendre dans sa valeur de la fantaisie des hommes. Malgré les dérèglements passagers qu'on lui reproche, elle possède une stabilité plus que séculaire, qu'elle doit, comme nous allons le montrer, à trois ordres de facteurs : d'abord aux propriétés matérielles du métal et aux conditions dans lesquelles il est produit ; ensuite aux lois naturelles qui contiennent l'expansion du crédit quand il est basé sur l'étalon-or ; enfin et surtout à son caractère international, qui constitue à notre époque la meilleure garantie de son invariabilité.

On sait comment, grâce à l'inaltérabilité de l'or, les variations de sa production annuelle agissent peu sur la masse totale et n'en modifient qu'insensiblement la valeur. Les mouvements des prix qu'ont entraîné certaines découvertes minières n'ont jamais atteint l'envergure de ceux qu'a provoqué l'inflation de papier-monnaie (système de Law, assignats, monnaies européennes d'après-guerre). D'ailleurs ce serait une erreur de

croire que l'extraction de l'or n'est soumise qu'à des influences purement accidentelles : elle se précipite ou se ralentit selon les besoins, en sorte que le reproche d'excessive rigidité que l'on fait à l'or n'est pas absolument justifié. La prospection et l'exploitation des mines est plus ou moins active selon la valeur de leur produit. Si l'or se raréfie, l'abaissement général des prix et des salaires rend sa production plus rémunératrice ; s'il abonde et se déprécie, la hausse de son prix de revient décide l'exploitant à abandonner les veines les plus pauvres. Ainsi sa valeur tend-elle à se régulariser. La pénurie d'or annoncée comme prochaine en 1930 par le Comité Financier de la Société des Nations ne s'est pas produite parce que la baisse des prix a permis en Afrique du Sud l'exploitation de nouveaux filons¹ et parce que le relèvement de la valeur de l'or aux Etats-Unis a stimulé dans ce pays l'activité minière. En outre les emplois industriels du métal constituent une sorte de réservoir, qui absorbe une part plus ou moins grande du stock mondial selon que son pouvoir d'achat est plus ou moins élevé. Normalement, et sauf découverte exceptionnelle de mines faciles à exploiter, la quantité d'or monétisé reste donc à peu près parallèle aux progrès de l'activité économique. Quant à l'invention de la pierre philosophale, ce n'est encore qu'une lointaine possibilité ; il sera temps quand elle se réalisera d'aviser au choix d'un nouvel étalon monétaire.

¹ Nous citerons à ce sujet les paroles prononcées en Novembre 1934, après la dépréciation de la livre sterling, par le Général SMUTS, président de l'Union Sud-Africaine : « Un développement quasi-phénoménal s'est produit dans l'industrie minière aurifère, grâce à l'élévation du prix de l'or. En quelque sorte, c'est un nouveau Rand qui a surgi, équivalent à la découverte d'un nouveau champ d'or de première classe. Les prix plus élevés du métal précieux ont permis la mise en exploitation de minerais de teneurs plus basses dans les mines déjà existantes, et quantité de mines nouvelles ont pu être ouvertes. De la sorte, les réserves de minerai se sont considérablement accrues, et la vie des mines a, dans certains cas, été doublée et même triplée. »

Les étages successifs que le crédit superpose à l'or ne compromettent pas davantage la stabilité de sa valeur et ne lui donnent pas le caractère d'une monnaie dirigée. Il ne faut pas en effet assimiler la gestion ou plutôt la *surveillance* d'une monnaie-or avec la *direction* d'une monnaie fiduciaire. Dans le premier cas les initiatives à prendre ont un but précis qui est de conserver à la monnaie nationale sa convertibilité, qui la relie aux monnaies étrangères ; elles s'exercent conformément à une technique connue, dont les variations du taux de l'escompte et les interventions sur le marché libre sont les procédés essentiels ; on peut à chaque instant contrôler leurs résultats et juger s'il faut arrêter la manœuvre ou l'amplifier ; enfin les exigences de la convertibilité écartent les préoccupations extramonétaires, telles que le désir de fournir des disponibilités au Trésor Public. Au contraire, la direction d'une monnaie fiduciaire n'a qu'un but assez vague, une technique incertaine, une vision imparfaite de ses résultats et elle risque d'être détournée par des intérêts particuliers de ses fins véritables. Semblable à la voiture qui suit une route, la monnaie-or ne peut guère s'écarter de la bonne direction et il suffit à son conducteur de tenir ferme le volant pour arriver au but sans encombre. S'il roule au contraire en pleins champs il risque fort de s'égarer ou de verser : c'est le cas de la monnaie prétendue dirigée, qui devient vite une monnaie errante.

Qu'il soit ou non monnaie dirigée, l'or a enfin cet avantage qu'au lieu d'être soumis à une autorité unique, il subit des influences multiples, venues de toutes les parties du monde et qu'il est ainsi par essence une *monnaie internationale*. Avantage, disons-nous, et non pas inconvénient, comme l'affirment MM. Keynes et Mac Kenna. La stabilité des changes, que l'or permet de réaliser n'a pas pour seul but d'assurer une certaine sécurité au commerce extérieur, comme le croit M. Keynes. C'est surtout le moyen de relier les prix intérieurs aux prix

étrangers, de les soustraire par conséquent aux poussées locales, en un mot de les stabiliser autant que possible, ce qui est le but final de la politique monétaire. Si l'or n'est comme on l'affirme, qu'un jeton sans valeur propre, c'est un jeton international, universellement apprécié, qui, par l'intermédiaire des changes, nivelle les cours pratiqués sur les différents marchés. Si sa valeur dépend en quelque mesure des quantités de monnaie de crédit que les financiers de tous pays échafaudent sur lui, il est au moins soustrait à l'influence de la politique, et la multiplicité de ses maîtres rend bien peu vraisemblable une action concertée. L'énormité même de la masse monétaire qu'ils voudraient délibérément modifier rendrait leur gestion difficile, les empêcherait de la dilater ou de la contracter à leur gré. La monnaie internationale est comparable à la mer, dont la surface s'agite sous l'action du vent et de la marée, mais dont le niveau moyen reste constant quel que soit l'apport de tel ou tel fleuve ; ainsi subit-elle des oscillations superficielles, des crises qui assainissent périodiquement l'organisme économique comme le flux et le reflux nettoient le rivage ; mais elle assure aux prix, chose essentielle, la stabilité relative qu'exigent les transactions intérieures et le commerce extérieur. La monnaie nationale que M. Keynes vante pour son absolue stabilité ressemble au contraire à ces bassins fermés dont l'eau ne connaît point de rides, mais qui ne rendent aucun service à la navigation, et dont le niveau est à la merci d'une averse locale ou d'une fausse manœuvre de l'éclusier.

*
**

En comparant à l'or la monnaie dirigée, nous n'avons envisagé celle-ci que dans le cadre national, car ses principaux partisans l'ont conçue comme un moyen de stabiliser les prix intérieurs en les soustrayant aux influences du dehors. C'est là,

diront certains, une hypothèse trop restreinte et qui permet trop aisément de démontrer la supériorité de l'or. N'est-il pas possible de créer par des accords internationaux une monnaie mondiale débarrassée de toute attache métallique ? Cette monnaie nouvelle, que dirigerait un organisme international pleinement indépendant et dégagé de toute influence politique, serait plus stable que l'or lui-même.

Malheureusement une commune monnaie dirigée ne paraît pas réalisable entre nations qui conservent leur indépendance politique, et les différents procédés que l'on peut concevoir pour donner au papier-monnaie un caractère international semblent se heurter dans la pratique à des obstacles infranchissables. Dans un premier système, qu'envisage M. Nogaro,¹ chaque banque d'émission détiendrait un stock de devises étrangères qui, fortifié par des ouvertures de crédit à l'étranger, lui permettrait de fournir à prix fixe des billets libellés en n'importe quelle monnaie : M. Nogaro cite en exemple le régime monétaire des colonies françaises qu'un lien de ce genre rattache au franc de la métropole sans qu'interviennent jamais de règlements métalliques. Or il nous paraît douteux qu'un institut d'émission accepte de conserver à son actif des quantités importantes de monnaies étrangères, qui deviendraient ainsi le gage de sa propre monnaie, sans pouvoir exercer sur leur gestion le moindre contrôle. Quand il reçoit de l'or en échange des billets qu'il émet, il fait entrer dans ses caisses une richesse à peu près stable, indépendante du bon ou mauvais vouloir des Etats voisins. En détenant des devises étrangères, il court le risque d'assister impuissant à leur dépréciation sans participer aux avantages économiques ou financiers que l'inflation procure à ses auteurs. Un tel système suppose des relations de vassalité

¹ NOGARO : *L'Or Etalon International* (*L'Information* du 17 Septembre 1929, et *L'Internationalisation de la circulation monétaire* (*L'Information* du 15 Décembre 1932).

politique et comporte une monnaie principale et des monnaies stellites. Il est applicable dans les rapports de colonies à métropole, mais inadmissible entre nations également souveraines. S'il faut en apporter la preuve expérimentale, nous citerons l'exemple de l'Empire Britannique, où chacune des nations libres qui le composent a repris son autonomie monétaire après l'abandon de l'étalon-or.

Dans d'autres systèmes proposés il serait créé une monnaie internationale qui serait échangeable suivant un rapport fixe avec les différentes monnaies nationales, devenues ainsi ses multiples ou sous-multiples. Mais leur application se heurterait à ce dilemme : ou bien on laisserait aux différentes nations la faculté d'émettre à leur guise des signes monétaires locaux, billets de banque ou monnaies scripturales, échangeables à tarif fixe contre les billets internationaux ; ou bien au contraire ce droit serait soumis à de sévères restrictions, de façon à ce que l'unification monétaire fut à peu près complète. Dans le premier cas on exposerait chaque Etat à la tentation de faire de l'inflation au bénéfice de sa trésorerie propre ou du commerce de ses ressortissants, mais au préjudice de la valeur de la monnaie internationale : une telle entente monétaire ressemblerait à une société de viticulteurs dont les membres confondraient leurs stocks de vin dans une cuve commune, mais où chacun pourrait se servir à sa guise et remplacer par de l'eau une partie du mélange. Dans le second cas, qui équivaut à la suppression des monnaies intérieures, chaque Etat devrait s'en remettre à un institut international du soin de résoudre tous les graves problèmes que pose la direction d'une monnaie. Il nous semble douteux qu'un tel aréopage financier puisse paraître assez impartial, assez dégagé de préoccupations particulières, pour qu'un Etat indépendant lui confie un droit de telle conséquence que la faculté exclusive de battre monnaie. L'Etat ne saurait guère déléguer ce droit régalien qu'à une collectivité composée

de ses ressortissants et sur laquelle il puisse conserver un droit de regard.

A supposer d'ailleurs que la monnaie dirigée pût être instituée dans le cadre international, elle continuerait à présenter les défauts que nous avons déjà signalés et qui tiennent aux imperfections de la nature humaine. L'or au contraire par la stricte discipline qu'il impose, conserve l'avantage de contenir efficacement la fantaisie des créateurs de signes monétaires.

**

Il nous reste enfin à combattre un préjugé suivant lequel la restauration à peu près générale de l'étalon-or serait actuellement impossible en raison de l'inégale répartition du métal jaune entre les différents pays; et l'on sait que, pour que ce régime fonctionne de façon satisfaisante, il faut qu'il soit adopté par la plupart des grandes puissances économiques.

On allègue en ce sens que l'or est accaparé aujourd'hui par deux ou trois nations et que les autres ne peuvent songer à l'adopter à nouveau comme étalon monétaire sans en posséder d'abord un stock important; une redistribution préalable serait donc nécessaire, mais on ne voit guère le moyen de la faire agréer par les *beati possidentes*. Il nous paraît vraisemblable au contraire que cette redistribution s'opérera d'elle-même lorsqu'auront disparu les causes qui chassent l'or de certains pays, c'est-à-dire le déficit de la balance des comptes et l'insécurité monétaire. Quant les Etats dont la monnaie est actuellement inconvertible auront pu équilibrer leurs dépenses et leurs recettes extérieures, et même se ménager si possible un solde créiteur qui leur permette d'acheter de l'or à l'étranger, quand ils auront pu stabiliser de ce fait leur monnaie et inspirer ainsi confiance aux détenteurs de capitaux flottants, il leur sera

facile de parachever leur œuvre en revenant à la convertibilité légale. L'insuffisance de l'encaisse métallique peut être compensée par les crédits extérieurs, qu'obtiennent facilement les pays dont la politique économique inspire confiance. Il suffit par la suite de persévérer dans les mêmes voies et de manier avec adresse le taux de l'escompte pour opérer progressivement la redistribution du métal et le retour à l'ordre naturel. Si actuellement la manœuvre de l'escompte est le plus souvent inefficace, c'est parce que la plupart des monnaies sont mal assises ; au moindre signe de défaillance, les capitaux affolés s'enfuient, quelque taux qu'on leur offre, comme des locataires quittent un immeuble qui se lézarde sans qu'on puisse les retenir par un bail plus avantageux. Mais dans un monde économique pacifié, où le commerce international et les monnaies auront retrouvé leur équilibre, les capitaux s'offriront comme autrefois là où ils seront le mieux rémunérés, en sorte que les variations du taux de l'escompte retrouveront leur ancienne efficacité.



En définitive la restauration universelle de l'étalon-or nous apparaît à la fois comme possible et comme souhaitable. Quand l'or ne régit plus qu'un petit nombre de systèmes monétaires ses qualités disparaissent, parce que sa valeur dépend alors trop étroitement de la tactique monétaire des Etats qui lui restent fidèles : c'est ainsi que de 1914 à 1924 l'or n'eut en réalité que la valeur du dollar et s'avilit en même temps que lui par rapport aux marchandises. Quand au contraire son emploi se généralise, il devient indépendant des influences locales. Tout Etat qui l'adopte comme étalon, rend ainsi sa monnaie solidaire de phénomènes sur lesquels il n'a point d'action. Il se prémunit contre son propre caprice, comme Ulysse s'attachant à son mât pour résister au chant des sirènes. L'or est un souverain, auquel

le peuple confie le pouvoir pour assurer la continuité de sa politique et la dégager de la lutte des partis.

Mais c'est un souverain qui a besoin, d'une part d'être défendu, car il court grand risque d'être renversé, et d'autre part d'être complété par une institution plus libre, la monnaie de crédit, qui compense sa rigidité excessive et donne la souplesse voulue à la masse monétaire. Cette double nécessité exige certaines initiatives humaines, dont l'exercice constitue le gouvernement quotidien de la monnaie-or.

CHAPITRE III

LE GOUVERNEMENT DE LA MONNAIE-OR

Pour connaître les principes de la direction qu'il convient de donner à une monnaie-or, nous reprendrons une comparaison précédente. L'étalon-or, disions-nous, est semblable à une route, qui offre aux véhicules une bonne surface de roulement et les empêche de s'égarer en terrain dangereux. Mais, pas plus que la route, il ne dispense le conducteur de toute attention ni de tout réflexe. L'automédon doit faire les gestes nécessaires pour que sa voiture ne sorte pas du chemin et pour que, sur le chemin même, elle évite les trous, les cassis, les obstacles divers qu'elle pourrait heurter. Ainsi, l'étalon-or, bien qu'il épargne à la monnaie les aventures des monnaies errantes, impose encore une double tâche aux autorités financières d'un pays : celle de conserver le contact avec la base métallique qui donne à la monnaie son caractère international et celle d'éviter ou d'atténuer par un habile pilotage les accidents qui nuiraient encore à sa stabilité.

A ce second point de vue, nous savons qu'il faut chercher à supprimer les mouvements des prix irréguliers, dûs à des phénomènes monétaires exceptionnels, mais qu'il faut seulement

atténuer et adoucir les oscillations périodiques qui tiennent à une loi, économique profonde. Maintien de l'étalon-or et stabilité relative des prix, tel doit être l'objet de la tactique quotidienne des autorités monétaires. Pour préciser cette tactique, nous examinerons successivement les armes dont elle dispose, les doutes qui se sont élevés sur leur valeur, enfin les conditions à réaliser pour les rendre pleinement efficaces.

*
**

Les banques d'émission, car c'est à elles que l'Etat, sous son contrôle, confie généralement le soin de la politique monétaire, agissent par des moyens tantôt directs, tantôt indirects. Moyens directs, le refus ou le contingentement de crédit opposé à tel ou tel solliciteur d'escomptes ou d'avances, les ventes d'effets et de titres sur le marché libre. Moyens indirects, les variations du taux de l'escompte ou du taux des avances, les exigences plus ou moins rigoureuses quant aux garanties qui couvrent les crédits consentis. Les mêmes procédés peuvent être retournés à des fins d'expansion monétaire. Grâce à eux la Banque est maîtresse de l'offre de sa monnaie propre, et elle exerce une influence considérable sur le crédit privé, dont sa monnaie constitue la semence.

Possédant ainsi des moyens d'action incontestables sur le marché monétaire, la banque d'émission peut maintenir l'équilibre des changes, c'est-à-dire sauvegarder le caractère international de la monnaie. On sait comment, lorsque son encaisse métallique diminue au point de rendre la convertibilité précaire, la Banque restreint ses crédits et en augmente le loyer : elle obtient ainsi le double résultat de diminuer son passif à vue et d'augmenter son encaisse métallique, car l'appât d'une rémunération élevée attire les capitaux étrangers et avec eux l'or qui les véhicule.

Quant aux prix, la question est infiniment plus complexe et sa solution ne saurait dépendre de l'action isolée d'une banque nationale. Nous savons en effet qu'en régime de monnaie métallique, et sauf le cas d'isolement protectionniste, leur niveau est uniforme dans tous les pays rattachés au même étalon monétaire. Il est donc vain, ainsi que l'a justement fait remarquer M. Aftalion, de prétendre les abaisser par la raréfaction ou la cherté du crédit intérieur. Cette manœuvre ne peut servir qu'à attirer les capitaux étrangers, qui viendront remplacer dans la circulation monétaire les crédits que la banque d'émission, et à sa suite les banques privées, auront refusé de créer. Elle est très efficace en matière de change, mais elle ne l'est guère en matière de prix, et c'est seulement dans un système fermé que l'Institut d'émission peut prétendre influencer le cours des marchandises par des contractions ou des dilatations monétaires.

Néanmoins, l'obstacle est plus apparent que réel, car ce qui est impossible à une banque d'émission agissant seule peut devenir aisé par l'entente explicite ou tacite des divers instituts nationaux. Le scepticisme que l'on manifeste souvent, et que nous avons déjà partagé, à l'égard des ententes internationales, n'a pas ici matière à s'appliquer, car l'évidence des mêmes intérêts et des mêmes dangers peut imposer une attitude commune. Lorsque par exemple l'exagération de la production, accompagnée de l'enchérissement général, permet de craindre en tous pays une dépression subite, toutes les banques centrales seront naturellement portées à restreindre leurs crédits, à entraver la hausse des prix, de manière à diminuer la profondeur de la chute et à en amortir la violence; puis lorsque l'équilibre du marché paraîtra rétabli, elles interviendront à nouveau pour dilater la masse monétaire et précipiter la reprise latente. Très vraisemblablement la même tactique sera suivie dans tous les pays, même sans accord explicite, car la première

banque d'émission qui fait fonctionner le mécanisme de freinage est à peu près sûre de voir son exemple suivi à l'étranger : elle provoque en effet une immigration de capitaux et d'or qui émeut les autres banques centrales ; pour ménager leur propre encaisse, celles-ci doivent recourir aux mêmes mesures. Ainsi le mouvement s'étend de proche en proche. A *fortiori* des ententes formelles sont-elles faciles à conclure pour l'adoption d'une politique commune.

L'atténuation des mouvements cycliques des prix est donc dans les possibilités de la politique monétaire. D'ailleurs, par son principe même, le régime de l'étalon-or exerce une influence calmante et pondératrice sur le marché. Rien n'est plus favorable aux excès simultanés de la production et du crédit que l'incertitude monétaire avec les perspectives d'inflation qu'elle fait entrevoir ; rien ne rend au contraire plus circonspects les producteurs et les financiers qu'une saine monnaie, à laquelle il faudra tôt ou tard rapporter les valeurs véritables. La prospérité factice de l'après-guerre et la crise qu'elle a engendrée n'auraient atteint ni l'une ni l'autre la même intensité, si les nombreuses dépréciations monétaires qui se sont produites depuis 1914 n'avaient habitué la banque et l'industrie à ne plus faire entrer la baisse des prix dans leur calcul des probabilités.

La tâche la plus difficile nous semble être la suppression, pourtant bien désirable, de ces mouvements purement accidentels des prix qu'engendrent les variations de la production aurifère. On ne peut guère compter à cette fin sur des initiatives purement nationales, car ces mouvements ne sont perceptibles qu'à la longue et par rétrospection ; sur le moment, l'opinion publique n'aperçoit pas assez nettement leur réalité, leurs causes et leurs remèdes, pour tolérer l'application locale d'une thérapeutique qui comporte fatalement quelques désagréments passagers. Si par exemple les économistes prêchaient

en France la restriction du crédit pour compenser une éventuelle inflation d'or et pour empêcher ainsi la hausse des prix, ils auraient peu de chance d'être suivis : on leur objecterait non sans raison que les prix étant internationaux, il est inutile de se restreindre localement si le voisin n'en fait autant. Seule une entente internationale des banques d'émission est capable de neutraliser l'insuffisance d'or ou son excès. Mais il ne faut pas se dissimuler qu'un tel accord rencontrera plus d'obstacles que l'adoption d'une attitude commune en face d'une crise ouverte ou imminente. Au pis aller il faudra se résigner à subir les fluctuations de la valeur de l'or, qui, nous persistons à le croire, seront toujours moindres que celles de toute autre monnaie.

*
**

Selon la doctrine classique, les divers procédés que nous venons d'exposer, et en particulier la manœuvre de l'escompte, devraient constituer un correctif rapide et presque automatique de toute situation monétaire compromise. Or en fait, ils se révèlent souvent impuissants, tant à maintenir l'étalon-or qu'à faire baisser ou monter le niveau des prix. Faut-il donc avec MM. Aftalion, Nogaro et d'autres économistes, douter de leur efficacité ?

Nous admettons que les banques d'émission n'ont pas sur la monnaie ni sur les prix le pouvoir absolu qu'on leur prête. Leur influence a été sensiblement réduite par certains phénomènes contemporains, tels que le développement des établissements de crédit et des monnaies scripturales, les progrès de l'étatisme, les bouleversements financiers qui ont accompagné et suivi la guerre de 1914.

Mais il ne suffit pas de constater dans un cas déterminé l'inefficacité d'un remède pour conclure qu'il est toujours sans

action, car il a pu être contrarié par un facteur adverse. Dans le cas présent, nous croyons que l'on exagère l'impuissance des banques centrales et que l'insuccès de leur manœuvre est dû souvent à des circonstances temporaires.

Pourquoi en effet la hausse du taux de l'escompte ne réussit-elle pas toujours à raffermir une monnaie menacée ? Parce que les capitaux étrangers sont moins séduits qu'autrefois par le taux élevé qu'on leur offre. A notre époque d'incertitude monétaire les mouvements des capitaux flottants sont commandés, selon la juste remarque de M. Aftalion, bien moins par l'attrait d'une forte rémunération que par la recherche de la sécurité. Loin de se rendre dans les pays d'où l'or s'enfuit et où l'on s'efforce de le retenir, ils se précipitent dans ceux où l'accumulation du précieux métal semble rendre la monnaie inattaquable et s'y contentent d'un faible loyer. Il n'en était pas ainsi avant la guerre et la moindre différence d'intérêt faisait voyager l'or entre Paris, New-York, Londres et Berlin : c'est que la question de sécurité ne se posait point. Aujourd'hui au contraire elle est présente à l'esprit de tous les possesseurs de monnaies. La « sarabande monétaire » n'est plus guère guidée par des considérations de profit, mais par des craintes de perte et des espoirs de sécurité. Mais nous avons dit déjà ¹ pour quelles raisons l'état de choses présent ne nous paraissait pas définitif. Les variations du taux de l'intérêt recommenceront à influencer les mouvements de l'or quand l'atmosphère économique sera pacifiée et quand plusieurs années de calme monétaire auront ramené la confiance dans l'esprit des détenteurs de capitaux.

La diminution — incontestable — de l'influence que possèdent les banques d'émission sur le marché monétaire intérieur, ne nous semble pas non plus sans appel. Sans doute

¹ Cf. II^e partie. Ch. II.

les monnaies scripturales tiennent dans la circulation une place qui ne cesse de s'accroître. « La manœuvre de l'escompte, écrit M. Louis Pommery¹ est de moins en moins efficace, à mesure que le marché monétaire échappe au contrôle rigoureux que pouvait exercer la banque centrale lorsqu'elle était seule à l'alimenter. Toutes les banques ayant la faculté d'émettre des crédits de banque, la banque d'émission a techniquement perdu le monopole que prétendait lui conférer la loi. Si elle garde une autorité morale incontestée, une influence technique certaine, les leviers de contrôle du marché du crédit lui ont en partie échappé ». Pour M. Pommery comme pour beaucoup d'économistes contemporains, la banque centrale ne régit plus que le terrain assez étroit de la monnaie légale, encore qu'il soit plus étendu en France qu'à l'étranger, mais le domaine beaucoup plus vaste des crédits à vue lui échappe à peu près complètement. Ses efforts pour multiplier ou pour restreindre les facultés d'achat du public seraient donc vains, les banquiers privés étant les vrais maîtres de la masse monétaire.

Cette opinion qui se généralise repose, selon nous, sur une idée erronée. On s'imagine à tort, (nous citons ici M. Giscard d'Estaing²) que « les monnaies scripturales foisonnent à côté des monnaies fiduciaires et *suivant des processus qui leur sont propres*. » Les auteurs les mieux informés du rôle monétaire des dépôts en banque, M. le professeur Ansiaux par exemple, ou M. Petritzi³, croient en effet que les banques privées ne sont limitées dans leurs créations de crédits à vue que par la fraction très minime d'encaisse qu'elles doivent conserver. Or, et nous ne saurions trop le répéter, le principe de liquidité, dont ces

¹ POMMERY : *Mouvements de l'or et taux de l'escompte* (Journal *Le Capital* du 25 Septembre 1928).

² *La Maladie du Monde*, op. cit., p. 180.

³ ANSIAUX : *Evolution du crédit et contrôle des banques*. (*Revue d'Economie Politique*, Décembre 1934.)

PETRITZI : *La Monnaie scripturale*, op. cit., p. 66 à 84.

établissements ont un souci nécessaire, exige qu'ils possèdent non seulement de la monnaie B. E. réelle, mais aussi de la monnaie B. E. virtuelle; non seulement une encaisse qui peut n'atteindre que le vingtième de leurs dépôts, mais un portefeuille réescomptable qui doit en représenter normalement les deux tiers. Ainsi les facilités qu'accordent au public les banques privées dépendent-elles du concours qu'elles peuvent attendre de la banque centrale, du nombre de billets que celle-ci émet ou qu'elle est disposée à émettre, de la plus ou moins grande rigueur avec laquelle elle réescompte leur papier. Forte de cette influence la Banque de France, pour ne citer qu'elle, peut exercer sur le marché monétaire une sorte de police. « Elle dispose, écrivent MM. Lacour et Demougeot-Perron ¹ d'une série de mesures graduées, en commençant par les observations et les recommandations, en continuant par des variations appropriées du taux officiel de l'escompte et en terminant par l'« open market policy » et la restriction massive des crédits ».

Sans doute de 1918 à 1929 les banques privées ont paru s'affranchir de cette dépendance; éblouies par les « miracles du crédit » elles crurent à leur pérennité. L'économiste de talent qui écrivit sous ce titre un livre plein d'aperçus nouveaux ², affirmait que « la liquidité des avoirs de la Banque ne pouvait être d'aucun intérêt pour elle » et ne voyait plus dans cette règle qu'une « survivance vénérable ». Mais précisément ce brillant paradoxe a été réfuté par les événements. Le consentement mutuel sur lequel était bâti l'édifice des monnaies scripturales s'est avéré révocable, au détriment des constructions qu'il portait. L'inflation de crédit doit être évidemment tenue pour partiellement responsable des crises qui, depuis 1931, ont ébranlé le marché monétaire en Autriche, en Allemagne et en

¹ LACOUR et DEMOUGEOT-PERRON : *Le franc devant la crise*. Payot, 1934.

² E. MIREAUX : *Les miracles du crédit*, op. cit., p. 100 et 112.

Angleterre, aux Etats-Unis et même des défaillances isolées qui se produisirent en France. Dans la plupart de ces pays les établissements coupables ont payé de leur déconfiture leur mauvaise gestion. Il est infiniment probable que la leçon portera ses fruits et que les banques retrouveront, avec le souci de leur liquidité, le respect des directives de la banque d'émission.

Les moyens d'action de la politique monétaire dans les pays où l'étalon-or est en vigueur ne nous paraissent donc point si émoussés qu'on le croit. Ce n'est pas à dire que le régime ne puisse être amélioré. Nous pensons qu'il remplirait mieux encore son rôle au prix d'une triple réforme : retour progressif à la liberté des échanges internationaux ; réforme libérale du statut de la Banque centrale ; par contre renforcement du contrôle que peuvent exercer sur les banques privées la banque centrale et peut-être l'Etat. Problèmes infiniment délicats, sur lesquels nous allons préciser notre pensée.

*
**

Le protectionnisme outrancier qui sévit partout à l'heure présente et qui se manifeste par l'aggravation des droits de douane, l'institution de nombreux contingentements et la réglementation des changes, est doublement incompatible avec un sain fonctionnement de l'étalon-or (nous ne parlons pas ici de ses autres inconvénients économiques) : il entrave le nivellement international des prix et il accroît l'amplitude des mouvements de l'or par le fait même qu'il supprime les transports de marchandises ou de titres.

En effet, lorsqu'un pays s'entoure de cloisons étanches, les prix intérieurs sont livrés à toutes les influences locales et la convertibilité de la monnaie n'a plus d'autre effet que d'assurer l'équilibre des changes : résultat insuffisant puisque la stabilité des changes n'est pas une fin en elle-même mais seulement une

condition de la stabilité des prix. Si les autres conditions n'en sont pas remplies, si le protectionnisme empêche les courants internationaux de marchandises de remplir leur besogne de nivellement, la fidélité de l'or n'a plus de raison d'être et il vaut mieux peut-être instituer une monnaie dirigée, qui fournisse au moins une arme aux pouvoirs publics pour obtenir localement la stabilité des prix.

D'autre part, disons-nous avec quelque semblant de paradoxe¹, l'autarchie économique accroît l'amplitude des mouvements d'or : c'est que, malgré l'atrophie progressive du commerce extérieur, elle ne saurait supprimer tous les paiements internationaux et notamment ceux qui résultent des emprunts passés, des coupons à payer, des mouvements de capitaux flottants; mais elle les prive de leur procédé normal, qui est l'envoi de marchandises ou de titres, et fait ainsi de l'or un moyen de règlement unique. « L'immobilité des véhicules, écrit M. Giscard d'Estaing (à qui nous devons le fond de ces observations) s'est superposée à la sarabande monétaire ». C'est l'impossibilité de régulariser leur change par des exportations massives qui oblige tant de pays débiteurs à appauvrir leur encaisse métallique par des envois d'or à l'étranger ou à la protéger par le cours forcé, par des moratoires qui équivalent à la suspension de la convertibilité. Il est donc indispensable de rétablir entre les différents marchés nationaux l'état de perméabilité réciproque qui existait avant 1914, si l'on veut fortifier les régimes de monnaie-or et leur rendre leur pleine efficacité.

*
**

La plupart des statuts de banques centrales sont également un obstacle au bon fonctionnement de l'étalon-or et leur révision

¹ Cf. II^e partie, Ch. v.

s'impose, dans le sens d'un large libéralisme. En tous pays l'émission des billets est trop strictement réglementée. En outre, l'équivalence du billet avec l'or, qui était absolue avant 1914, n'existe nulle part aujourd'hui sous sa forme parfaite, qui comporte la liberté de frappe et la convertibilité intégrale du billet. Seules des raisons de circonstances pouvaient justifier ces restrictions, qui malgré l'opinion courante nous semblent avoir perdu leur utilité.

Pour montrer les inconvénients des limitations légales de l'émission, nous prendrons pour exemples les deux régimes qui ont été appliqués à la Banque de France depuis sa fondation, car les systèmes en vigueur à l'étranger ont avec l'un ou l'autre d'entre eux de profondes analogies et présentent les mêmes défauts. Jusqu'en 1928 le chiffre total de l'émission était fixé de façon absolue par la loi, sans que l'on se préoccupât de l'encaisse métallique. Mais en fait, le Parlement était moralement forcé de relever le maximum chaque fois qu'on le lui demandait, car son refus aurait obligé la banque à refuser tout escompte et tout achat d'or, c'est-à-dire à laisser manquer le public des signes monétaires qu'exigent les besoins du commerce et à renoncer à la stabilité des changes. Ce régime ne pouvait donc être que dangereux ou inopérant.

Aussi, la loi de réforme monétaire du 28 Juin 1928 a-t-elle rendu proportionnelle à l'encaisse la faculté d'émission de billets ou de crédits à vue, suivant le rapport de 100 à 35. Ce système est infiniment plus rationnel et plus souple que le précédent. Il semble toutefois qu'en maintenant le principe d'une limitation de l'émission des billets ou des crédits à vue, en fixant à 35 % le minimum de l'encaisse indispensable, on se soit moins inspiré de considérations monétaires vraiment logiques que du désir d'inspirer confiance à l'opinion en tenant compte des préjugés courants. Comme le dit fort bien la Délégation de l'Or dans son rapport au Comité Financier de

la Société des Nations (septembre 1930), « les réserves d'or minima exigées actuellement par les lois sont dans une large mesure l'effet de traditions anciennes, de conventions et d'habitudes, et de la crainte instinctive qu'éprouvent les pouvoirs publics de porter atteinte par une innovation quelconque à la confiance en la monnaie nationale ». Si la Banque peut à la rigueur arrêter les émissions quand il lui plaît, elle ne peut, en sens inverse, empêcher les retraits de métal contre billets ou crédits. Or quand ces retraits atteignent une certaine ampleur, ils risquent de faire tomber l'encaisse au-dessous du pourcentage légal et de forcer la Banque à fermer ses guichets sans utiliser ses dernières réserves. La réglementation rend donc une fraction importante de l'encaisse inutilisable pour la défense de la monnaie et dépose dans l'esprit public le germe d'une panique, qui éclatera sous forme de retraits précipités dès que la réserve d'or se rapprochera du minimum. Le public étant informé d'avance que la Banque devra cesser ses remboursements quand ils auront abaissé l'encaisse à 35 % de l'émission, étudiera soigneusement les bilans hebdomadaires ; il commencera à s'émouvoir quand la proportion tombera en-dessous de 50 % et s'affolera à 40 %. « Fixer un pourcentage élevé, écrit M. Nogaro ¹, c'est proprement décider que le stock d'or destiné à assurer la convertibilité du billet est pour sa plus grande part indisponible, c'est interdire à une banque d'Etat de se servir pour sa défense, en cas de panique, de la plus grande partie de sa masse de manœuvre ». M. Keynes exprime les mêmes idées avec sa netteté coutumière « La couverture, écrivait-il en substance en 1928, est aujourd'hui de 40 %, quand la loi en exige 35 ; c'est fort bien, mais, comme la circulation fiduciaire est extrêmement difficile à comprimer, une réduction un peu appréciable du stock monétaire vous obligerait bientôt à

¹ Journal *L'Information* du 17 Novembre 1931.

suspendre la convertibilité du billet pour maintenir la proportion statutaire entre l'encaisse et l'émission. Ainsi la mesure que vous prenez pour assurer la convertibilité du billet ne tarderait pas à la rendre impossible. En fait, votre marge de convertibilité n'est pas de 35 %, mais de 5 % ».

Bref, il est aussi peu rationnel de bloquer l'encaisse de la Banque de France à concurrence de 35 % de l'émission qu'il le serait de forcer une banque privée à conserver en espèces légales 35 % de ses crédits à vue. Les deux situations ont une étroite analogie. Ici ce sont les crédits à vue, là ce sont les billets de banque, qui constituent le passif exigible, l'ennemi dont les attaques brusquées sont toujours à craindre. Ici, ce sont les monnaies légales, là c'est l'encaisse métallique, qui forment l'actif disponible, troupe mobile qu'il faut pouvoir engager jusqu'aux dernières réserves pour lasser l'effort de l'assaillant. « Les réserves métalliques, écrit l'économiste américain Anderson ¹, doivent être utilisées pour remplir des obligations à vue ; elles sont accumulées au cours des périodes tranquilles pour qu'on puisse les utiliser au cours des périodes troublées ».

Le banquier privé sait qu'il compromet sa liquidité s'il est trop large dans l'octroi de ses crédits. Le législateur n'a pas cru devoir lui imposer de maximum et s'en remet à son intérêt, à sa prudence et à sa sagacité, du soin de maintenir son équilibre financier ; et la solidité qu'a présenté au cours de la dernière crise l'ensemble du système bancaire français justifie un tel libéralisme. Pourquoi ne pas en faire bénéficier la banque centrale ? La véritable limite de l'émission ne peut résulter que du sain jugement de ses dirigeants, avertis des responsabilités de tout ordre qui leur incomberaient si la banque, infidèle à sa mission, ne pouvait plus maintenir la convertibilité. La fixation

¹ *L'Information* du 31 Août 1931.

d'un pourcentage, si faible soit-il, n'est justifiable que par le souci de ménager une opinion publique nerveuse et mal éclairée, comme l'était l'opinion française en 1928. Il est souhaitable que l'on profite pour l'abolir d'une période où la prospérité générale et l'abondance de l'or mettraient la Banque à l'abri de toute panique.

Les restrictions qui, en France ou à l'étranger, entravent la circulation intérieure de l'or, ne se justifient de même que par des raisons d'opportunité. Le droit de convertir tout billet en or et tout lingot d'or en monnaie sont également nécessaires pour que le public reprenne l'habitude d'employer l'or à ses paiements, de le rechercher, de le thésauriser. Ce retour aux anciens usages nous paraît doublement utile, d'abord parce qu'il affermirait le prestige de l'or qui est le fondement de sa valeur, ensuite parce qu'il permettrait à l'épargne privée de constituer des réserves métalliques abondantes, qui viendraient fortifier l'encaisse de la banque centrale dans les heures difficiles.

Le prestige de l'or est en effet menacé par l'enfouissement progressif du stock mondial dans les caves des banques. Il tient encore à ce que le public a considéré l'or depuis des siècles comme une matière dont la possession est hautement désirable. « Le jour, écrit M. Jenny¹ où l'on supprimerait la possibilité de l'acheter et le droit de le posséder, cet attrait n'existerait plus. L'or ne serait plus qu'un symbole. Il ne pourrait plus remplir convenablement sa fonction de métal monétaire, car une matière ne circulant qu'entre les Instituts d'émission et n'étant par conséquent plus une marchandise ne saurait être une matière étalon parfaite ». En nous ralliant à cette opinion, nous n'entendons nullement, pas plus sans doute que M. Jenny, faire découler la valeur de l'or de son emploi industriel; nous

¹ Chronique financière du journal *Le Temps* (21 Août 1933).

disons seulement qu'elle est liée à son emploi monétaire généralisé et qu'elle est d'autant plus stable que l'attachement des particuliers à l'or incite les Etats à le conserver comme base de leurs monnaies. Actuellement les jeunes générations n'ont plus pour l'or le respect dont il jouissait autrefois, parce qu'elles ne le connaissent plus. Ainsi se dissolvent progressivement les forces qui s'opposent au facile et tentant abandon d'un étalon monétaire dont le maintien exige parfois une assez rude discipline. Il importe de rendre au public le goût et l'usage des espèces métalliques, pour que sa résistance collective détourne les gouvernements de chercher dans le papier-monnaie une solution facile à leurs embarras financiers.

La vulgarisation de l'or, si l'on nous permet d'employer cette expression, offrirait un autre avantage. Elle rendrait possible la constitution, dans la circulation monétaire et dans le tréfonds de l'épargne privée, d'une réserve métallique latente, grâce à laquelle la manœuvre du taux de l'escompte serait pleinement efficace et permettrait à l'institut d'émission d'augmenter son encaisse quand le besoin s'en ferait sentir. On ne saurait en effet, sans enlever à la Banque tout rôle utile, l'obliger à conserver un stock d'or équivalent à ses émissions : son encaisse ne peut être que la troupe active qui soutient le premier assaut du passif exigible pendant que l'on mobilise les réserves. Encore faut-il que ces réserves existent. Sinon la hausse du taux de l'escompte et du taux des avances fonctionnent à vide, comme une pompe qui n'atteindrait plus la nappe d'eau ; elles diminuent sans doute le passif de la banque en faisant rentrer une partie des billets émis, mais n'augmentent pas son actif liquide. Au contraire quand l'or circule librement comme le billet, toute contraction monétaire l'attire vers la Banque, dont il vient renforcer l'encaisse. On nous objectera peut-être que, si cette encaisse est insuffisante, c'est précisément parce que les prélèvements du public l'ont

affaiblie. Nous répondrons que les réserves de la Banque ne font pas seules les frais de la vulgarisation de l'or, qu'un pays où ce métal est apprécié du public le draine à l'étranger, comme le font les Indes britanniques, et qu'à tout prendre il vaut mieux que le stock d'or national ne soit pas en tout temps dans les caves de la Banque, où il serait en partie stérile.

Quels que soient les mérites du *gold bullion standard*, appliqué en France, par rapport à la *monnaie dirigée* ou au *gold exchange* il nous paraît donc inférieur au *gold specie* que pratiquaient avant la guerre la majorité des pays civilisés. Ce dernier régime n'a pas été rétabli pour des raisons d'opportunité que nous comprenons. La mise en circulation des pièces d'or offrirait sans doute des inconvénients tant que l'opinion publique n'a pas retrouvé sa confiance d'autrefois dans la stabilité des monnaies; elle encourageait à l'excès la thésaurisation au détriment de l'encaisse de la Banque. Mais sur ce point comme sur celui du pourcentage minimum il nous paraît souhaitable de revenir à des règles meilleures quand l'état d'esprit du public le permettra.

Pour compléter ces réformes libérales il faut enfin que les dirigeants de l'institut d'émission jouissent, en fait comme en droit, de l'indépendance la plus complète à l'égard des pouvoirs publics. Le plus grand danger qui puisse menacer la stabilité monétaire et rendre inefficace la manœuvre de l'escompte — car il est vain de prétendre attirer les capitaux sans leur offrir la sécurité — ce sont les pressions qu'un Etat besogneux peut exercer sur l'institut d'émission pour en obtenir des avances avouées ou occultes. Ces pressions peuvent être sinon définitivement écartées, du moins affaiblies, entravées, par un ensemble de règles légales ou plutôt constitutionnelles, qui garantissent le respect des statuts de la Banque et l'indépendance de ses dirigeants. Le mieux serait à cet égard de fortifier la position personnelle de ces hauts personnages en les rendant inamovibles

ou du moins en subordonnant leur révocation à la constatation, par un corps de magistrats indépendants, des fautes lourdes qu'ils auraient commises.

Grâce à cet ensemble de réformes la banque d'émission peut reconquérir la maîtrise de la monnaie légale, qui est son domaine propre. Mais puisqu'à notre époque la monnaie scripturale a pris dans la circulation une place importante et puisqu'on impute aux abus du crédit privé une part de responsabilité dans le désordre présent, il nous faut envisager maintenant les améliorations qui pourraient être apportées au fonctionnement des banques de dépôt.



Les économistes et les hommes d'Etat qui se sont préoccupés de la monnaie scripturale ont assimilé les problèmes que pose son récent développement à ceux qu'avait soulevés autrefois la création du billet de banque. Aussi, ont-ils prétendu les résoudre de la même façon. « Le droit de battre monnaie, écrit M. Giscard d'Estaing, ¹ qui fut jadis si jalousement gardé et entouré de tant de précautions est aujourd'hui abandonné à la foule... *On a normalisé le billet de banque. Il reste à normaliser le chèque* ». C'est cette même conception que l'on trouve à l'origine d'une législation nouvelle, qui aux Etats-Unis, au Canada et tout récemment en Suisse, a réglementé étroitement l'activité des banques de dépôts.

Envisagé de la sorte le problème nous semble mal posé, parce que la monnaie scripturale, nous l'avons dit à plusieurs reprises, ne se développe pas à côté du billet de banque, mais *dans son prolongement*. Il en est la semence, elle en est la floraison ; en sorte que les restrictions que la loi apporte à

¹ *La Maladie du Monde*, op. cit., p. 182 et 183.

l'activité de la banque d'émission suffisent peut-être à limiter indirectement celle des banques privées. Au surplus il est inexact d'assimiler, en se basant sur des analogies apparentes, le fonctionnement de ces deux catégories d'établissements. Les privilèges dont jouit la monnaie légale et la banque qui l'émet justifient une certaine réglementation, tandis qu'au contraire la liberté de créer des crédits à vue corrige ce que le monopole d'émission des billets pourrait avoir d'excessif et d'étouffant pour le marché financier.

Sous ces réserves de principe, nous étudierons successivement les différents modes de réglementation des banques de dépôt que croit possible un économiste particulièrement qualifié, M. le professeur Ansiaux.¹ Il préconise surtout la fixation d'un rapport entre les engagements à vue de chaque établissement et son encaisse en monnaie légale. Ce système, qui a été réalisé en certains pays étrangers, est semblable, *mutatis mutandis*, au régime français de la banque d'émission. Il soulève de notre part les mêmes critiques et, puisque nous voudrions voir libérer la banque d'émission de ses vaines entraves, nous ne pouvons souhaiter que des règlements tyranniques viennent les imposer aux banques privées. Si l'on astreint celles-ci à conserver en espèces légales un pourcentage déterminé de leurs dépôts, on affaiblit leurs moyens de défense, on les oblige à déposer leur bilan dès que des retraits massifs ont fait tomber l'encaisse au-dessous du minimum légal. Sans doute M. Ansiaux prévoit-il des dérogations accordées par les pouvoirs publics en cas de panique ; mais l'existence même du minimum est de nature à provoquer la panique chaque fois que l'encaisse s'en rapproche ; la demande de dérogation est de nature à l'aggraver ; et toute autorisation administrative suppose un certain délai pendant lequel la panique a le temps de réaliser ses effets.

¹ Article déjà cité (*Revue d'Economie Politique* de Décembre 1934).

Nous ne suivons pas davantage M. Ansiaux quand il propose d'imposer aux grands établissements de crédit un gouverneur d'Etat, dont la politique pourrait difficilement se concilier avec celle des représentants des actionnaires. Une telle dualité est possible dans une banque d'émission parce que l'intérêt public est sa principale raison d'être et que le monopole dont elle est pourvue lui assure de toute façon de larges bénéfices annuels. Mais une banque privée poursuit avant tout la recherche d'un profit et les conditions de la concurrence ne lui permettent pas de soumettre son intérêt privé aux exigences de telle ou telle politique monétaire.

D'autres auteurs estiment que les réserves de chaque banque ou du moins la réserve légale devraient être obligatoirement investies en valeur d'Etat ou versées dans les caisses du Trésor ou dans celles de l'Institut d'émission. Ce serait une gêne pour la trésorerie des banques privées et une garantie bien mince pour leurs clients, car les réserves d'une banque sont peu de chose auprès des fonds qui lui sont confiés et c'est en définitive de la gestion de ces derniers que dépend la sécurité des déposants.

On pourrait observer d'ailleurs que c'est en Amérique, où le Federal Reserve System réglemente étroitement l'activité des banques privées, que l'organisation bancaire s'est révélée la plus fragile ; c'est en Angleterre et en France, terres de libéralisme relatif, qu'elle a le mieux résisté à la crise.

Néanmoins, nous estimons utile que l'Etat réglemente la profession de banquier, qu'il en refuse l'accès à tous les indésirables désignés comme tels par leur passé, qu'il fasse contrôler par des experts qualifiés les écritures des banques, sans prendre bien entendu de responsabilité dans leur gestion ; que même il proportionne leurs émissions de monnaie scripturale, non pas à leur encaisse, ce dont nous avons montré les inconvénients, mais à leur capital et à leurs réserves. Ainsi pourrait-on empêcher

certains établissements de modeste envergure d'accepter des risques hors de proportion avec leurs ressources propres.

Mais par delà ces questions de détail le problème de la monnaie scripturale reste lié à celui de la monnaie légale, dont il n'est que le complément. Des liens étroits, avons-nous dit, font dépendre les banques de dépôts de la banque d'émission. Encore faut-il qu'ils soient solides et fermement tenus. Pour que la banque d'émission recouvre la maîtrise complète du marché monétaire, il faut et il suffit qu'elle puisse à son gré donner ou refuser de la monnaie légale aux banques privées, accepter ou rejeter leurs demandes d'escompte sans subir en cette matière aucune pression gouvernementale. On a laissé s'accréditer l'opinion, en France en particulier, que les grands établissements de crédit étaient assurés de trouver en cas de péril l'appui secourable de l'Etat. Ainsi les dispense-t-on de se soumettre aux directives de l'Institut d'émission, en même temps qu'on les place au regard de la clientèle dans une position privilégiée par rapport aux banques secondaires. Il serait bon que l'Etat rendît évidente sa volonté d'abstention et que l'on ne put compter que sur l'appui de la banque centrale. Si celle-ci précise par avance les conditions de son concours et refuse de s'en écarter par la suite, elle est assurée de faire régner sur le marché monétaire la discipline indispensable.

CONCLUSION

Trois idées essentielles nous semblent se dégager de notre longue étude : d'une part la meilleure des monnaies est celle qui repose sur une base naturelle peu variable dans sa valeur et qui ne dépende pas de l'arbitraire humain ; d'autre part un tel instrument des échanges, c'est-à-dire en fait le métal jaune, rendra les prix d'autant plus stables que les courants internationaux qui les nivellent pourront circuler plus librement ; enfin l'émission des signes monétaires et l'ensemble des transactions intérieures doivent être affranchies, non pas du contrôle, mais de l'ingérence de l'Etat. Monnaie indépendante des hommes, libre échange et liberté intérieure, tels sont selon nous les principes de l'art monétaire et, semble-t-il, de l'économie politique presque entière : ce sont ceux du libéralisme classique.

Nous écrivons ce mot sans fausse honte et malgré les sarcasmes qu'inspire le libéralisme à ceux qui le prétendent nuisible ou périmé. Encore puissant en doctrine, le libéralisme est néanmoins combattu par un certain nombre d'économistes. Surtout il est rejeté avec une horreur vraie ou feinte par quiconque est mêlé aux choses de la politique. A l'extrême gauche des partis, tous ceux qui désirent détruire la société contemporaine sont ses adversaires forcenés : on ne saurait s'en étonner et ce devrait être une raison de la défendre pour ceux qui ne partagent pas l'idéal collectiviste. Mais il n'en est rien ; à droite les partisans de dictatures diverses rêvent aussi d'étendre sur les affaires privées la toute-puissance de l'Etat, soit qu'une telle mainmise concorde avec leur système autori-

taire, soit qu'ils espèrent trouver dans l'intervention constante des pouvoirs publics le moyen de combler de largesses la classe ouvrière et de payer ainsi son adhésion à un régime de rude discipline sociale. Entre ces deux groupes une masse de modérés croient faire preuve à la fois de sagesse et d'ouverture d'esprit en proclamant : « Ni libéralisme, ni socialisme », comme l'on dit : « Ni réaction, ni révolution ». Il ne suffit pourtant pas, contrairement à l'adage connu, de se placer en un milieu prétendu juste pour avoir raison. Entre la vérité et l'erreur il n'est point de juste milieu, pas plus qu'entre le beau et le laid, le bon et le mauvais.

Les qualités même de la doctrine libérale la servent mal auprès des corps politiques. Elle s'attache en effet à défendre avant tout les intérêts des consommateurs, parce que ce sont les véritables intérêts généraux. Or, par un phénomène que l'organisation démocratique de nos sociétés rend vraiment paradoxal, les consommateurs ne se défendent ni ne savent gré à qui les défend. Peut-être n'ont-ils pas conscience du tort que leur fait l'enchérissement artificiel d'une marchandise quelconque, le dommage se répartissant sur tant de têtes que chaque individu ne l'aperçoit guère ou le supporte sans trop récriminer. Au contraire il n'est pas de groupe de producteurs, producteurs de marchandises ou de services, qui ne s'opiniâtre à obtenir de l'Etat telle ou telle décision favorable à ses intérêts privés. Les premiers sont victimes d'une série de surcharges insensibles dont la véritable cause, qui est l'interventionnisme de l'Etat, ne leur apparaît pas clairement. Les seconds voient trop bien l'avantage direct et important que peut leur apporter le relèvement d'un droit de douane ou l'établissement d'un prix minimum. Ainsi l'ardeur intéressée d'un petit nombre surmonte-t-elle aisément la faible résistance d'une masse inorganisée.

Enfin, nos sociétés contemporaines renoncent à la thérapeutique libérale parce qu'elles ne savent pas en attendre les

résultats. « En toute chose, disait Bastiat, il y a ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas ». Le libéralisme, pourrait-on ajouter, voit ce que les autres ne voient pas. Il aperçoit au loin les conséquences néfastes des décisions que réclame une opinion aveugle; il suggère des remèdes peu agréables, mais qui produisent à la longue un effet salutaire; il n'apporte pas de solutions immédiates et c'est bien là d'ailleurs ce que lui reprochent la masse populaire et ses courtisans. Aussi faudrait-il beaucoup de patience aux serviteurs éphémères de la démocratie pour la soumettre à un régime qui les expose sur le moment à l'impopularité. L'interventionnisme, qui soulage un temps, mais qui aggrave ensuite le mal, est mieux vu du malade et de son médecin d'une heure. Le mot qu'on a injustement prêté à Louis XV « après moi le déluge » pourrait être la devise des antilibéraux. Dans leur mépris des théories et leur prétendu souci du réel, ils adoptent la philosophie d'un personnage d'Alfred Capus : « Jamais, disait-il, vous n'obtiendrez de moi que je m'occupe de l'avenir. Je pense à des choses plus positives ».

Le libéralisme n'est pourtant pas une abstraction. Appliqué sans trop d'altérations pendant tout le xix^e siècle et le début du xx^e, il a décuplé la richesse publique et très sensiblement élevé le niveau de vie de toutes les classes de la population, y compris la classe ouvrière. A ceux qui en doutent, nous demandons de se rappeler le genre d'existence des artisans d'autrefois, la nourriture plus frugale, les famines assez fréquentes, le logement restreint dans des ruelles privées d'air, l'absence des distractions qu'ont permises à bon compte les inventions modernes et leurs réalisations industrielles. Nous n'affirmons pas que ces gens étaient moins heureux, car le problème du bonheur dépasse singulièrement celui du bien-être matériel. Mais celui-ci seul, quelque subalterne qu'il soit, est du ressort de l'économiste.

Le régime libéral portait sans doute en lui-même le germe de crises périodiques, qui semblaient intolérables aux individus parce qu'elles diminuaient temporairement le confort auquel ils s'étaient habitués : car ce qui est le luxe d'une génération devient le nécessaire de celle qui la suit. Mais ces crises se résolvaient d'elles-mêmes en peu de temps et précédaient une nouvelle étape de progrès matériel. Elles n'ont pris une violence dangereuse et n'ont semblé insolubles que quand le régime a cessé d'être lui-même, quand le virus socialiste s'est infiltré dans les veines de l'organisme social, dont il affaiblit les salutaires réactions. S'il n'a pas encore tué le malade, il a sérieusement diminué sa force productive. « Ce n'est pas le capitalisme qui meurt, écrivait récemment M. Jacques Bainville ; chose plus grave, ce sont les capitaux ». Il est donc plaisant de rendre responsable de nos maux le peu qui subsiste du libéralisme. C'est condamner le constructeur d'une machine dont on aurait faussé les ressorts et limé les engrenages.

En justifiant le régime capitaliste, qui est l'expression pratique des doctrines libérales, nous n'entendons point le soustraire au contrôle de l'Etat ni à la loi divine de la charité. La Religion et l'Etat, par cela même qu'ils ont la garde d'intérêts spirituels et moraux infiniment supérieurs aux intérêts matériels, ont le droit de les faire prévaloir sur les principes économiques. S'il est démontré que l'usage de la liberté complète, quelque favorable qu'elle soit au développement des richesses, engendrerait, dans un cas d'espèce, de graves inconvénients d'ordre national ou social, l'intervention de l'Etat est légitime. Mais elle ne saurait se justifier par des raisons économiques et l'on ne peut admettre que l'Etat prétende diriger la production et la répartition des richesses, alors que le mécanisme naturel des prix s'en acquitte mieux que lui. Quand il veut régler à sa guise l'activité économique, son action est presque toujours néfaste ; et pour ce qui est de la monnaie,

objet particulier de notre étude, son vrai rôle est uniquement de définir l'unité monétaire et ses signes représentatifs, comme il définit l'unité de poids ou de longueur. Mais d'une simple mesure, il ne doit en aucun cas faire l'instrument de ses propres intérêts financiers, ni même de ce qu'il croit être l'intérêt général.

Le courant qui entraîne la plupart des nations vers la socialisation progressive de leur économie semble insurmontable à certains esprits, qui jugeront donc vain notre plaidoyer. Nous croyons, quant à nous, qu'il n'est pas de tendance éternelle et qu'en luttant contre les idées fausses qui sapent notre régime économique, on prépare leur recul inévitable ou qu'au moins on retarde leur victoire. C'est le seul but de notre modeste effort, qui se joint à tant d'autres plus efficaces.

BIBLIOGRAPHIE

- ANSIAUX. — *Traité d'Economie Politique*. Giard, 1923.
- GIDE (Ch.). — *Cours d'Economie Politique*. Sirey, 1923.
- COLSON (C.). — *Cours d'Economie Politique*. Alcan, 1929.
- AFTALION. — *Monnaie, prix et change*. Sirey, 1932.
- ARNAUD. — *La Monnaie, le Crédit et le Change*. Alcan, 1925.
- AUPETIT. — *Essai sur la Théorie générale de la Monnaie*. Thèse. Paris, 1901.
- COURCELLES-SENEUIL. — *Les Opérations de Banque*, 1928.
- CHAPPEY (J.). — *La Crise de la Monnaie et la Restauration des Pays danubiens*. Giard, 1933.
- MIREAUX (E.). — *Les Miracles du Crédit*. Edition des Portiques, 1930.
- NOGARO. — *La Monnaie et les Phénomènes monétaires contemporains*. Giard, 1924.
- RIST (Ch.). — *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*. Sirey, 1932.
- RIST (Ch.). — *La France économique en 1932*.
- WHITTERS (H.). — *Qu'est-ce que la Monnaie?* Giard, 1932.
- PETRITZI (A.). — *La Monnaie scripturale*. Sirey, 1934.
- RUEFF (J.). — *Théorie des phénomènes monétaires*. Payot, 1927.
- GISCARD D'ESTAING. — *La Maladie du Monde*. Tallandier, 1933.
- WOLFF (R.). — *Note sur le Système monétaire français*. Gauthier-Villars, 1927.
- KEYNES (J.-M.). — *La Réforme monétaire*. Kra, 1924.
- KEYNES (J.-M.). — *Réflexions sur le Franc*. Kra, 1928.
- YVES-GUYOT et RAFFALOVITCH. — *Inflation et Déflation*. Alcan, 1921.
- CONFÉRENCES A L'ECOLE DES SCIENCES POLITIQUES. — *Problèmes financiers d'après-guerre*. Alcan, 1922. — *La politique monétaire des divers pays d'Europe*. Alcan, 1928. — *Les problèmes actuels du crédit*. Alcan, 1930.
- LESCURE (J.). — *Des crises générales et périodiques de surproduction*. Domat-Montchrestien, 1932.
- ASCH (S.). — *Monnaie et Finance*. Alcan.
- BORIS (G.). — *Le problème de l'or et la crise mondiale*. Valois.
- SIMIAND (F.). — *Les fluctuations économiques à longues périodes et la Crise mondiale*. Alcan, 1932.
- LACOUT et DAMOUGEOT-PERRON. — *Le franc devant la crise*. Payot, 1934.

ARTICLES

ANSIAUX. — *Evolution du crédit et contrôle des Banques.* (*Revue d'Economie Politique*). Novembre-Décembre 1934.

WOLFF. — *Liaison entre prix et monnaie.* (*Même revue*).

RUEFF. — *L'enseignement de M. Colson.* (*Revue Politique et Parlementaire*). Décembre 1933.

LEGUEU. — *Le retour à l'ordre monétaire.* (*Revue Universelle*). Septembre 1932.

QUESNAY. — *L'internationalisme monétaire.* (*Revue de sc. et législ. financière*). Mars 1932.

CAUBOUÉ (P.). — *Les banques et la déflation.* (*Revue politique et parlementaire*). Août 1932. — *Le rôle monétaire des crédits bancaires.* (*Journal des Economistes*). Mars 1928. — *La réhabilitation de l'or.* (*Journal des Economistes*). Octobre 1928.

TABLE DES MATIÈRES

	PAGE
Introduction	1

PREMIÈRE PARTIE

MÉTAPHYSIQUE MONÉTAIRE

CHAPITRE I

Monnaie et formes monétaires	11
--	----

Caractères essentiels et définition de la monnaie de compte.
— Signes monétaires légaux: espèces métalliques et billet de banque. — Monnaies officieuses: crédits à vue sur la banque centrale sur les banques privées ou sur l'Etat.

CHAPITRE II

Naissance et disparition des monnaies.	29
--	----

Création des billets de banque, des crédits à vue sur la banque centrale et sur les établissements privés. — Les divers procédés créateurs. — Limites naturelles des émissions monétaires. — L'annulation des monnaies. — Tableau de la masse monétaire.

CHAPITRE III

Causes des variations de la masse monétaire	51
---	----

La monnaie offerte par les banquiers et demandée par le public. — Le prix de la monnaie. — Influences qui agissent sur la demande de monnaie: l'activité commerciale, les prix, la thésaurisation. — Influences qui agissent sur l'offre: recherche du bénéfice bancaire, souci de la liquidité, politique de la banque d'émission, production des métaux précieux. — Vue d'ensemble sur les variations de la masse monétaire.

CHAPITRE IV

La valeur de la monnaie.	75
----------------------------------	----

La valeur de la monnaie dépend-elle de ses fonctions monétaires ou de son emploi extramonétaire ? — Distinction entre sa cause originelle et sa cause actuelle. — Nécessité de choisir à l'origine une richesse intrinsèquement utile. — Valeur actuelle indépendante de la valeur originelle et liée uniquement à l'utilité monétaire.

DEUXIÈME PARTIE

LA MONNAIE ET LES PRIX

PAGE

CHAPITRE I

Position du problème des prix. — Théories en présence. . . . 87

La théorie quantitative et la théorie des besoins de la circulation.

CHAPITRE II

Discussion *à priori* de la théorie quantitative. 91

Exposé détaillé de la théorie quantitative. — Existence d'un rapport certain entre la monnaie et les prix. — Réactions réciproques entre ces deux termes. — La théorie quantitative intégrée dans la loi de l'offre et de la demande. — Autre rapport certain entre les prix et les changes, et réactions réciproques. — Vérité partielle de la théorie quantitative. — Influence inégale des diverses sortes de signes monétaires. — La vitesse de circulation de la monnaie est sans action sur les prix.

CHAPITRE III

Les mouvements irréguliers des prix. 109

Remarques préliminaires sur l'interprétation des faits et des statistiques. — Concordance des mouvements irréguliers des prix avec l'inflation de métal précieux ou de papier-monnaie. — La hausse des prix au XVI^e siècle. — La hausse des prix en France de 1914 à 1926. — Justification de la théorie quantitative.

CHAPITRE IV

Les mouvements cycliques des prix. — La crise économique. . . 125

Les explications économiques de la crise : sous-consommation, surproduction, surcapitalisation, excès de machinisme. — Les explications monétaires, pénurie ou mauvaise distribution de l'or, insuffisance de crédit. — Vues particulières de M. Rist. — Théorie de l'auteur : la surcapitalisation, explication essentielle ; les phénomènes monétaires liés accessoirement à la surcapitalisation. — Remèdes préventifs et remèdes thérapeutiques. — Déflation ou dévaluation.

CHAPITRE V

Conclusions sur le problème des prix 159

Conclusions différentes selon les temps : en période d'activité économique normale les prix dominent la monnaie ; il en est autrement dans certaines circonstances anormales. — Conclusions différentes selon les lieux, c'est-à-dire selon les divers régimes monétaires ou commerciaux.

TROISIÈME PARTIE

LA POLITIQUE MONÉTAIRE

PAGE

CHAPITRE I

Fins de la politique monétaire.. . . .	173
--	-----

Justification de la conception statique de la monnaie. — Dangers de son avilissement ou de son appréciation systématiques. — Comment doit s'entendre la stabilité désirable.

CHAPITRE II

Le meilleur régime monétaire.	179
---------------------------------------	-----

Reproches faits à l'étalon-or. — Avantages apparents de la monnaie dirigée. — Ses inconvénients. — Justification de l'or. — Impossibilité de donner à la monnaie dirigée un caractère international. — Possibilité de restauration générale de l'étalon-or.

CHAPITRE III

Le gouvernement de la monnaie-or.. . . .	193
--	-----

Double but à poursuivre : maintien de la convertibilité et stabilité relative des prix. — Les moyens d'action de la banque d'émission sur le marché monétaire. — Réformes à envisager : retour progressif à la liberté des échanges internationaux; réforme libérale du statut des banques d'émission; contrôle des banques privées sans ingérence de l'Etat.

Conclusion	213
---------------------	-----

1887

1887

1887

1887

1887

1887

1887

1887

